

# repec

## Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade Journal of Education and Research in Accounting

REPeC, Brasília, v. 16, n. 1, jan./mar. 2022

Disponível online em [www.repec.org.br](http://www.repec.org.br)

DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v16i1>

## 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

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

### REVISÃO DE LÍNGUA INGLESA

Aksent Assessoria Acadêmica

### REVISÃO DE NORMALIZAÇÃO

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

### PREPARAÇÃO/REVISÃO DE METADADOS

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

### PROJETO GRÁFICO

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

### DIAGRAMAÇÃO

Lucas Sabino, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

### BIBLIOTECÁRIA

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

### ASSISTENTE EDITORIAL

Simone Kuperchmit, 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 – 2022



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](mailto:repec@cfc.org.br)

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

Trimestral

ISSN: 1981-8610

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

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

CDU-657

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

## Palavra do Editor

Caro(a) leitor(a), estamos entregando o primeiro número do ano de 2022. Gostaria de parabenizar os autores dos artigos que serão publicados nesta edição. É um caminho árduo para todos, mas bastante prazeroso quando finalizado. Fazendo uma análise dos artigos do ano passado, vemos uma REPeC mais inclusiva, com artigos vindo do Norte e do Centro-Oeste do país, mais autoras e artigos que possivelmente não teriam chance em outras revistas, ainda que tenham qualidade nas suas pesquisas. Neste primeiro número do ano não será diferente, pois iniciamos com o texto da editora associada, professora Iracema das Neves, no qual ela avalia, como sugere o título, as “Marcas da composição do discurso científico na Contabilidade”. Sugiro que apreciem esse artigo e percebam o nível crítico que precisamos ter quando lemos ou escrevemos nossos artigos.

O segundo artigo é escrito pelos autores Matheus Moreira, Leonardo Flach e Jonatas Dutra Sallaberry e o objetivo é identificar quais são as principais variáveis contábeis explicativas da decisão de fechamento de capital. Os resultados permitem perceber como os principais determinantes para a decisão das empresas que fecharam capital foram a maior concentração de propriedade, o menor crescimento, a menor liquidez, a maior disponibilidade de caixa e o maior tamanho.

O terceiro artigo, na área de auditoria, é dos autores Alini da Silva, Juçara Haveroth e Paulo Roberto da Cunha. O objetivo é analisar o efeito do estilo de liderança e da subordinação no julgamento e tomada de decisão do auditor interno. Os resultados apontaram que os auditores internos tendem a reportar em menor grau o relatório de recomendações quando seu superior é um líder autocrático, conforme o apontado pela literatura. Além disso, as diferenças de tempo identificadas sugerem que o estilo de liderança pode ter influenciado a tomada de decisão de reporte, visto que, quando o superior possui perfil de liderança autocrático, o auditor interno tende a demandar maior tempo de tomada de decisão.

O quarto artigo foi escrito por Jean Carlo Rissatti, José Alonso Borba, Lucas Martins Dias Maragno e Edilson Paulo e tem como objetivo analisar os fatores determinantes para a aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na B3. Tem como principal resultado a remuneração total dos executivos estar positivamente relacionada ao voto de aprovação do pacote por parte dos acionistas controladores, o que indica um alinhamento entre o principal-agente. Outro resultado da pesquisa indicou que há um excesso de remuneração por meio de pagamentos baseados em ações, o que pode indicar expropriação de recursos por esse tipo de remuneração.

O quinto artigo foi escrito pelos autores Gustavo Henrique Dias Souza, Alexandre Teixeira Norberto Batista e Jacqueline Veneroso e traz como título “Efeitos da incerteza da política econômica no caixa das empresas brasileiras”. Como se deduz no próprio título, o artigo tem como objetivo investigar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa e a folga financeira das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro. Foram encontradas evidências de que a incerteza da política econômica está positivamente relacionada ao nível de caixa das empresas da amostra, indicando que as empresas retêm mais caixa quando a incerteza aumenta. Análises adicionais sugerem que a incerteza da política econômica também influencia o caixa futuro das firmas. Os resultados indicam, ainda, um resultado mais acentuado quando utilizado o IIEBr em comparação com o EPU, consistente com diferentes formas de cálculo das métricas.

O sexto artigo, escrito por Vagner Antônio Marques, Anderson de Freitas Zucolotto, Lorian Guzzo Acerbe e Eduardo José Zatonelli possui como objetivo analisar o efeito do ambiente de incerteza econômica sobre as *proxies* de agressividade tributária das empresas brasileiras listadas na B3. Os resultados não demonstraram uma maior agressividade tributária em ambiente de incerteza econômica, porém, observou-se que este ambiente modera o efeito das determinantes da agressividade tributária. Estes resultados são robustos para heterocedasticidade, autocorrelação e diferentes *proxies* de agressividade tributária.

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

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

Muito obrigado, novamente, aos leitores e espero que desfrutem dessa nova edição. Tenham um ótimo ano de 2022 com bastante pesquisa de qualidade, novas submissões e, conseqüentemente, novas publicações.

Saudações acadêmicas.

**Gerlando Lima, PhD.**  
**Editor-Chefe.**

# Marcas da Composição do Discurso Científico Contábil

Iracema Raimunda Brito das Neves

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

Para além de permitir a estruturação de experiências e realidades individuais, a linguagem é a essência das relações humanas por ser a substância que constitui a tessitura de textos, falados e escritos. Pode-se afirmar que esses textos nutrem, integram, destituem e reconstituem tais relações: nutrem por garantir a sua continuidade; integram a partir de percepção suas congruências; destituem ao desvelar ideologias antagônicas; e restituem aquelas percebidas como compatíveis.

Nesse movimento, os textos expõem o seu discurso e registram a memória coletiva de uma sociedade. Bakhtin (2003, 2006) afirma que os enunciados orais ou os escritos se contextualizam como ato responsivo nas esferas do agir humano, por isso possuem uma organização composicional e estilos próprios – gênero por atividade – produzindo consonâncias, multissonâncias e dissonâncias. Bakhtin evidencia a singularidade semântica do enunciado em função do contexto e da intenção do enunciatário, mesmo quando elaborado com idênticas palavras.

Segundo Bakhtin (2006, p. 96), “A palavra está sempre carregada de um conteúdo ou de um sentido ideológico ou vivencial. É assim que compreendemos as palavras e somente reagimos àquelas que despertam em nós ressonâncias ideológicas ou concernentes à vida”. Foi a partir dos trabalhos desse autor que as atenções se voltaram à natureza linguística dos estudos, ou seja, os gêneros textuais – os estudos anteriores focavam a retórica, a literatura e a gramática. Em qualquer que seja o gênero textual produzido, há um propósito comunicativo imbricado no discurso que se define pelas relações interpessoais socialmente estabelecidas e se expressa, intencionalmente, por meio de enunciados.

A intencionalidade das palavras destacada por Bakhtin permite-nos transportar ao sentido de discurso em Foucault (1996, p. 135): “Chamaremos de discurso um conjunto de enunciados, na medida em que se apoiem na mesma formação discursiva”, a qual se traduz em enunciados que são submetidos a uma mesma formação ideológica. Assim, atentos à potencialidade semântica e ao poder argumentativo dos discursos científicos consumidos na área contábil, discorreremos sobre o discurso, a formação discursiva e as características do discurso científico contábil, segundo editores de periódicos da área.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 26/03/2022. Aceito em 26/03/2022 por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor).

Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## Formação Discursiva: direcionador ideológico do texto

Melo (2009) explana sobre o número de equívocos que se tem cometido quando se faz referência ao termo “discurso”. Seja nas distintas áreas de conhecimento, seja em cada tradição, ou em cada vertente dentro de uma mesma tradição, o termo “discurso” pode ser adotado com base em diferentes conotações, dada a conjuntura em que se insere. Na concepção linguística, por exemplo, o discurso é estático e ao analisá-lo toma-se a sua estrutura como agregado de frases ou termos. Em Dubois (2007) há três entendimentos distintos para discurso: no primeiro, o discurso é aceção de fala, ou seja, a linguagem em ação; no segundo, tem-se o discurso como uma mensagem sequenciada, um enunciado; e no terceiro, o discurso toma o sentido explorado por Fiorin (1993, p. 80): “toda combinatória de elementos linguísticos provida de sentido”. Os estudos antigos sobre retórica se apropriam do termo discurso para elucidar uma maneira de persuadir (Barros, 2012; Brandão, 2004), ou seja, o discurso é base estratégica utilizada para convencer por meio da oratória.

As concepções, até então apresentadas, evidenciam uma ampliação do conceito de discurso deslocando-se de uma visão de fala para formulações mais amplas e complexas que se combinam na busca de conceber a comunicação. Ao relacionar o termo discurso com a retórica da persuasão, esses autores imprimem nele a característica de intencionalidade e de criticidade, visto que depreendem que a persuasão exige esforço, habilidade de aplicação das estratégias argumentativas, cujo objetivo é provocar mudança de pensamento e de atitude.

Em Pêcheux (1990), precursor da análise do discurso de tradição francesa, e em Fiorin (1993), o termo discurso é entendido como substância ideológica, todavia esse último ressalta a existência intrínseca de uma semântica que atua como campo da determinação ideológica. Ao encontro do que Pêcheux e Fiorin apregoam, Carrieri (2001; 2009) considera a existência de uma ideologia direcionadora do discurso, o qual é por esse definido como redes de relações nas quais os indivíduos se inserem e estabelecem regras de conduta. As de “práticas sociais” ou “práticas discursivas” são em Foucault (1996) materialização do discurso que se condensam em um conjunto de enunciados atrelados a um sentido histórico.

Nota-se que os autores anteriormente citados se inserem em uma linha de raciocínio congruente, a partir da qual o sentido do discurso está fortemente atrelado ao contexto e à concepção de mundo do enunciador que imprimem nele intencionalidade circunstanciada, ideológica. Ainda que inseridos em uma mesma abordagem de análise do discurso, o conceito de Pêcheux (1990) é aclarado e contextualizado pela introdução das ideias de “rede de relações” e “regras de conduta” em Carrieri (2001).

Van Dijk (2008), estudioso da análise crítica do discurso francesa, concebe o discurso como maneira de estabelecer o poder no contexto contemporâneo, relacionando-o com a cognição e com o social: condição das ‘mentes’ desfrutada por todos os indivíduos em sociedade. Fairclough (2008) considera que o discurso materializa ideologia e cria identidade, interferindo na maneira como o indivíduo percebe o mundo, agindo sobre esse mundo por meio das relações socialmente estabelecidas. Percebe-se que, enquanto Van Dijk difunde o discurso em perspectiva intelectual, Fairclough evidencia uma relação determinística entre o contexto e o discurso, desconsiderando a sua interface cognitiva.

Entendemos que ponderações sobre discurso são instigadoras em decorrência da profundidade das inferências que esse proporciona, bem como pela riqueza das estratégias de argumentação que podem ser utilizadas na negociação com o seu consumidor. Apesar do discurso ser o centro de uma situação comunicativa, Orlandi (2009) destaca que esse discurso em si se torna apenas um agregado de frases que, diluídas no intradiscurso, se repetem, portanto, a essência e o valor semântico dele se originam na formação discursiva. A formação discursiva é quem determina o sentido do discurso e define seus contornos. Na aceção dessa autora, as palavras não guardam um sentido em si mesmas porque os seus sentidos se fazem por meio das formações discursivas em que se inscrevem, concepção diretamente relacionada com o sujeito linguístico social e histórico.

No contexto social, as formações discursivas se relacionam com as formações ideológicas dominantes e determinam o que pode e o que não pode ser dito. Guilhaumou (1986) considera que, por ser parte das categorizações básicas, a noção de formação discursiva foi aquela que mais provocou efeitos significativos sobre o processo de metamorfose da análise do discurso ao longo do tempo. Foucault, por sua vez, não compreende as formações discursivas como ideologia, mas como termo vinculado à ideia de saberes e poderes.

Jean Jacques Courtine, estudioso da análise do discurso com viés político francesa, tem papel central no desenvolvimento do sentido de formação discursiva por estimular a interlocução às produções de Pêcheux e de Foucault. Courtine (2009) trata a formação discursiva como elemento fundamental da análise do discurso, uma vez que demonstra os saberes que se estabelecem por meio do interdiscurso – local em que se organizam os objetos de que o enunciador se utiliza para a construção do seu discurso.

Com visão na produção textual, Sargentini e Navarro-Barbosa (2004), concebem a formação discursiva como conjunto de enunciados que se concatenam a outros por meio de regularidades internas, constituindo-se em um sistema de autonomia relativa. Essa autonomia e regularidade internas não são lineares e homogêneas, dado que não definem uma unidade de conceitos imutáveis com relações definidas entre si, pelo contrário, o quadro é de configurações mutáveis e de conceitos em transformação. Nessa acepção, a formação discursiva contemporânea está atrelada à dinâmica do contexto histórico-social, aos variados meios tecnológicos de circulação e propagação dos discursos. Esses meios tecnológicos exploram enunciados verbais e não verbais que se sustentam e instauram por meio da comunicação em massa.

Assim, pode-se dizer que a formação discursiva representa a tessitura do discurso hegemônico – uma prática, não perene e heterogênea, atrelada à realidade sócio-histórica, portanto, ideológica e permeada por identidades. Como uma das especificidades de discurso, entendemos que o discurso científico, na forma escrita, é constituído por meio das relações socialmente estabelecidas e circunstanciado historicamente, portanto, dotado de uma formação discursiva. Esse discurso é, pois, um instrumento contextualizado de argumentação persuasiva, norteado por regras específicas do gênero e expresso por meio de formações discursivas, que resulta da capacidade intelectual e das relações socialmente construídas, portanto, dotado de ideologia e desprovido de caráter intuitivo.

## **Discurso científico: argumentação descritiva e persuasiva**

Segundo Charaudeau & Maingueneau (2008), o discurso científico se constitui em enunciados estruturados por argumentação demonstrativa para disseminação de informações decorrentes de processo racional – provar, desenvolver conhecimentos e convencer. Por isso, podemos afirmar que esse discurso não busca estabelecer a verdade, mas sim demonstrar uma verdade que pode ter validade questionada em função do paradigma a partir do qual é examinada (Kuhn, 2013). Cada revolução científica culminou na rejeição de determinada teoria e no estabelecimento de novas regras e de um novo paradigma científico, não implicando perda da “cientificidade” e da relevância do percurso trilhado anteriormente – as formas de praticar ciência sofreram metamorfoses, porque o mesmo aconteceu com as formas de perceber o mundo.

Nesta busca pela verdade científica, o pesquisador tornou-se mediador entre a ciência e a sociedade, entendido por muitos como um indivíduo capaz de isolar-se de todo o seu repertório cultural e social para dar “voz” à ciência, produzindo um discurso científico livre de contaminações decorrentes da subjetividade, concepção de uma ciência imparcial e pura. Por consequência, o texto científico é tido como expressão e materialização dessa verdade imparcial, na qual o sujeito-enunciador emudece e a ciência fala: tradução de um discurso monológico e fechado (Freitas, 2011). Como o cientista está imerso na realidade social circundante e atento à observância dos procedimentos metodológicos da ciência, as perguntas que ele elabora, bem como a delimitação do objeto/fenômeno em estudo e as interpretações desenvolvidas, sofrem influência da sua forma de ver o mundo, seus valores e sua história de vida (Demo, 1995), impossibilitando a constituição de uma ciência completamente neutra.

Sabe-se que a produção científica, disseminada em forma de artigo, prima por um padrão léxico, em que as nominalizações e os termos ou jargões técnicos, acessíveis apenas aos especialistas, prevalecem. Além disso, o discurso expresso no texto científico é norteado por regras que buscam imprimir objetividade e impessoalidade que dizem respeito aos aspectos intrínsecos que orientam a produção textual. Ao disseminar o discurso científico, o pesquisador pactua com a forma de expor textualmente tal discurso e o faz lastreado nas imposições estabelecidas por uma instituição: a academia. A autoridade do discurso científico se confunde com a autoridade institucional, tendo em vista a necessidade de se observar as imposições referentes aos aspectos de padronização de formato do gênero, bem como aquelas relativas ao léxico para expressão das ideias e dos achados.

Assim, o “fazer ciência” torna-se um acordo tácito entre quem produz o discurso científico, aqui sinônimo de discurso acadêmico, e as partes envolvidas no citado processo de avaliação e validação desse discurso, uma vez que o meio acadêmico é ambiente controlado e monitorado por regras. O questionamento e/ou a destituição dos resultados obtidos por meio do procedimento científico resulta(m) de novos argumentos cientificamente construídos; e a autoridade do método é mantida como garantia da credibilidade do conhecimento gerado.

Ainda que se trate de um discurso científico, cada texto possui objetivos delimitados, refletindo as concepções do indivíduo que são influenciadas por sua função social e pelas relações estabelecidas em sociedade, conforme fundamentos explanados anteriormente. Hedges (2002, p. 118) afirma que “... o texto é a materialização da linguagem em determinado ambiente social, no qual essa linguagem desempenha uma função específica”. Ao utilizar as regras do gênero textual específico, artigo científico, o pesquisador busca escamotear a origem do discurso e de todo trajeto científico por ele percorrido ao realizar a investigação científica. Esta tentativa de construir um texto livre de passionalidade e de marcas sociais é prova material de intencionalidade na produção discursiva.

Reitera-se a concepção bakhtiniana que considera o “texto como uma unidade de linguagem social historicamente construída” (Bakhtin, 2006, p. 77), e de Ivanič (1998, p. 78) que, alicerçado em uma visão socioconstrutivista, afirma: “o texto acadêmico é construído como reflexo de normas e convenções, valores e práticas sócio-historicamente produzidos por um grupo de pessoas que se definem, entre outras coisas, por suas práticas discursivas”. Todavia, os autores não fazem menção ao discurso construído e às ideologias que o compõe. Nossa opinião é de que os indivíduos não são eficazes na tentativa de eliminação das ideologias que permeiam o discurso por causa da subjetividade intrínseca ao indivíduo que o produz.

Ademais, compreendemos que a capacidade crítica e a racionalidade do indivíduo fornecem subsídios para que esse possa decidir e argumentar, logo, longe de ser a representação da imparcialidade, o seu discurso científico textualizado é um gênero permeado por intenções. Segundo Koch (2010), o sujeito-organizador-planejador constrói o texto partindo de fatores complexos, por exemplo, suas expectativas, convicções e crenças, regras e convenções culturais e sociais, sua inter-relação com outros sujeitos e conhecimentos partilhados, dentre outros – esses fatores complexos imprimem sentido ao texto –, ainda que em forma de argumentação descritiva o discurso resultante delimita ideias e direciona persuasivamente o seu consumidor.



No caso de uma investigação científica, tem-se que já na elaboração do problema de pesquisa há prioridades e preocupações decorrentes da relação do autor com o mundo circundante e da sua história de vida, tornando-se a primeira manifestação concreta de subjetividade no processo. Por conseguinte, as teorias utilizadas como lente para o estudo e o proceder metodológico da investigação são manifestações resultantes das ideologias que formam a identidade do sujeito-organizador-planejador (pesquisador). Van Dijk (2008, p. 48) considera que “as ideologias (incluindo as científicas) englobam uma (re)construção da realidade social dependente de interesses”. Sem deixar de lado os aspectos inerentes do fazer científico – sistematização e organização dos procedimentos que ratificam a validade dos achados –, admitimos a subjetividade das interpretações científicas, a qual se faz presente nos objetivos, na justificativa, na teoria de base e nos critérios de coleta e interpretação de resultados que norteiam a investigação. Tal subjetividade é própria da historicidade científica, questão tempo e espaço em que se manifestam a cultura, os paradigmas e anseios sociais, ou seja, maneira pela qual o pesquisador compreende e descreve o fenômeno em análise.

O fato de se entender a constituição do produto científico não plenamente isento não implica em discordância acerca das regras de estruturação desse conhecimento científico, sinaliza-se apenas que as tentativas de isenção e neutralidade relativas aos aspectos anteriormente descritos não são plenamente eficazes e efetivas aos propósitos a que se destinam. Isso porque o texto produzido possui um locutor que está inserido histórica e socialmente e que exprime sua concepção de mundo já quando concebe as primeiras ideias acerca do objeto que pretende investigar. Os cuidados excessivos com a manutenção de uma pseudoimparcialidade podem provocar pudores e limitações discursivas por parte dos pesquisadores e, por conseguinte, funcionar como uma “censura” que refreia a sua criticidade e a possibilidade de se estabelecer o seu ponto de vista de maneira plena, a forma acaba por comprometer a essência. Vilela & Junior (2005) afirmam: “o cientista ganhou o *status* que outrora fora do sacerdote, permitindo frequentemente sua cooptação pela classe dominante para justificar com sua obra os interesses hegemônicos e econômicos dessa classe” e, em nosso entendimento isso se reflete, inclusive, na tessitura do discurso de tais cientistas.

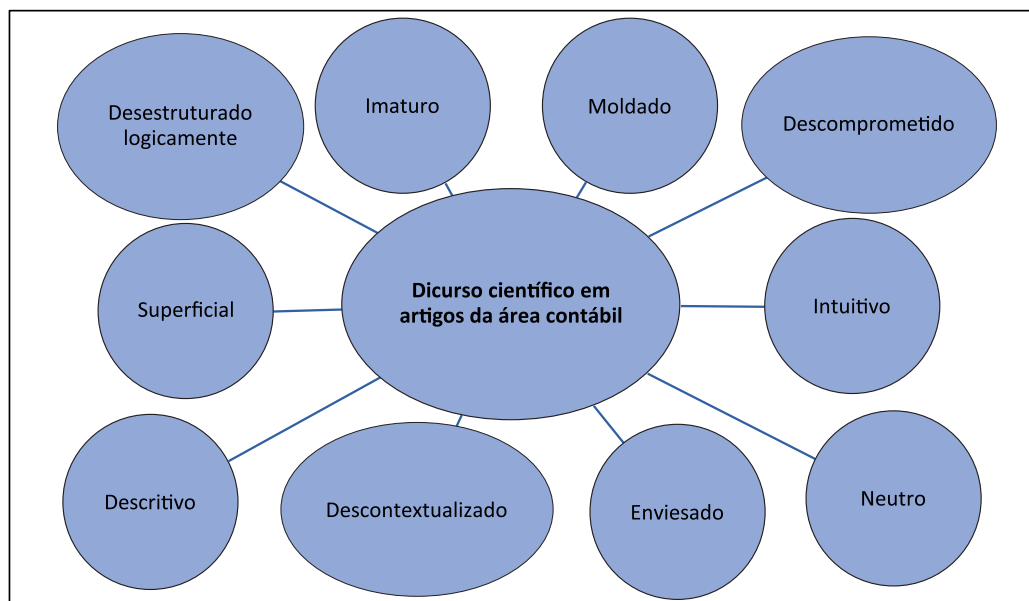
Para serem aceitos como publicações, os textos científicos disseminados estão alicerçados em um raciocínio capaz de provocar por meio da argumentação efeitos de neutralidade e convencimento. A intenção dos pesquisadores é que esses textos se constituam em um discurso que acarrete aceitação por parte dos pares acadêmicos e demais interessados e sejam publicados. Segundo Koch (1999), as relações ideológicas do discurso envolvem subjetividade intrínseca ao poder da argumentação; para a autora, “não existem enunciados neutros e, em decorrência, de que a argumentatividade é uma característica inerente à linguagem humana” (p. 85). Concebe-se que a disseminação é uma das formas de conferir ao texto científico o atributo da relevância e persuasão, ou seja, ao ser publicado em periódico, o texto científico passa pela primeira etapa de um processo de avaliação de qualidade e utilidade científica. Isto significa que o proceder científico e as argumentações que ele traz foram capazes de convencer/persuadir os avaliadores.

A seguir, apresentaremos resultados de uma pesquisa por Aragão (2016), a qual se utilizou da entrevista com editores de revistas acadêmicas da área contábil, a fim de identificar a concepção desses pesquisadores sobre o discurso científico da área. A partir dessa opinião, extraímos características que nos auxiliaram de maneira significativa a consolidar reflexões acerca dos achados e a evidenciar de categorias que, naquele instante, caracterizaram o discurso científico.

## Características do discurso científico contábil: opinião de editores

Aragão (2016) examinou a concepção de pesquisadores sobre a criticidade do discurso científico disseminado na área contábil, no Brasil. Entrevistou-se 17 editores que apresentavam experiências em periódicos, nacionais e internacionais que totalizaram 593 minutos de gravação. Essas gravações foram transportadas para o Programa NVivo, ambiente no qual realizou-se a categorização e extraíram-se as características aqui apresentadas.

Segundo os entrevistados, a criticidade do discurso os conduz a concebê-lo como neutro, desestruturado logicamente, enviesado, descritivo, superficial, imaturo, descontextualizado, moldado, intuitivo e descomprometido (Figura 1).



**Figura 1.** Características do discurso científico da área contábil.

O discurso científico da área contábil foi declarado “neutro” e, de acordo com as declarações, essa neutralidade decorre da isenção e da impessoalidade linguística, características esperadas em gêneros, a exemplo do artigo científico. Todavia, não se pode confundir a atenção às regras do gênero produzido com a isenção reflexiva oriunda da ausência de posicionamento crítico dos autores ao argumentar no texto. A impessoalidade não é ausência de criticidade, tampouco pode ser usada como justificativa para delegar tal responsabilidade aos autores citados no referencial teórico. Afinal, ser isento é apresentar os fatos tal qual eles se manifestam sem cercear a oportunidade de uma reflexão profunda sobre os resultados da pesquisa. Além do termo “neutro”, a expressão “desestruturação lógica” e o termo “enviesado” foram também utilizados para caracterizar o discurso dos referidos artigos.

Um texto desestruturado logicamente é aquele que possui fragilidade coesiva, ou seja, há quebra de fluidez nas ideias apresentadas e, por vezes, excesso de termos desnecessários às frases que prejudicam a organização lógica das ideias nos enunciados. Já o termo “enviesado” foi expresso para dizer da carência de contraposição de ideias, apresentação de apenas um ponto de vista – esse é, por exemplo, o caso de trabalhos que “forçam” generalizações, mas ignoram investigações desenvolvidos por outros pesquisadores na construção do referencial teórico. Além desse fato, o autor do discurso pode entender que textos sem contrapontos são “confortáveis”, dado que guarda conformidade com o que a literatura tem apreendido e pode revelar à falsa ideia de “segurança” e “aceitação” por parte dos seus pares.

“Descritivo” e “superficial” foram termos também atribuídos ao discurso científico da área contábil. O entendimento de que o discurso é descritivo procede do fato de que os trabalhos desenvolvidos contêm basicamente relatos acerca dos fenômenos, principalmente na seção de “resultados” – em que se espera por efetivas contribuições intelectuais. Um exemplo recorrente dessa situação ocorre em trabalhos que se utilizam da estatística e a exploram de maneira superficial, produzindo informações dispensáveis por em nada contribuírem para a cultura escrita da área. A descrição excessiva e a construção de referencial teórico a partir de citações contínuas, sem intervenção textual do autor, acarretam superficialidade à investigação. Segundo os entrevistados, o pesquisador iniciante e o pesquisador eventual são “excelentes” coletores de informações, mas não sabem o que fazer para transformar dados em informações úteis; essa imaturidade científica também se reflete na maneira como as suas argumentações são apresentadas – há certo receio na exposição de críticas, como se pensar “fora da caixa” fosse transgressão, cuja sentença é a marginalidade no mundo científico.

O discurso científico foi considerado “imaturo”, “descontextualizado”, “intuitivo”, “descomprometido” e “moldado”. Entende-se que a imaturidade citada decorre de dois fatores bastante pontuais: a lacuna entre o tempo necessário e o tempo efetivo da pesquisa e a celeridade no processo de formação do pesquisador contábil. Infere-se que os estudos não maturam o suficiente para contemplar exame pormenorizado acerca dos achados antes de que esses sejam publicados – há curto lapso de tempo entre o desenvolvimento da investigação e sua efetiva publicação. Esse fato é fomentado e perpetuado pela pressão das Instituições de Ensino Superior (IES) por publicação – elemento fundamental do seu processo avaliativo. Ademais, a celeridade no processo de formação do pesquisador contábil pode prejudicar a qualidade das inferências e a potencialidade de contribuições do estudo em função da supressão de etapas formativas que interferem no nível de maturidade científica e, conseqüente, na postura crítica do pesquisador.

Considerou-se ainda o discurso científico da área contábil como descontextualizado. Relatou-se o fato de que há pesquisas que se distanciam da realidade social brasileira e acabam por reproduzir uma hegemonia internacional, dado que não existe aderência ao contexto, social, político ou econômico do Brasil. Depreende-se que a internacionalização da pesquisa é ação relevante como resposta à globalização, para garantir frentes de intercâmbio de pesquisadores e seu fortalecimento, todavia, sem perder de vista a existência de linhas de financiamento preestabelecidas pelos organismos de pesquisa. É preciso que os estudos não sigam “modismos”, mas se centrem em problemas contábeis que contemplem as necessidades da área contábil brasileira, caso contrário, todo esforço cognitivo se tornará desperdício intelectual e financeiro.

Conforme exposto em parágrafo anterior, o discurso da área contábil foi considerado “intuitivo” e “descomprometido”. A “intuição” citada decorre do fato de que as argumentações acerca dos achados não se fundamentam em teorias ou em referencial teórico elaborados, por conseqüência, as conclusões se resumem a suposições. Quando se entende o discurso como “descomprometido”, indica-se que as investigações têm um fim em si mesmas. Tais produções não guardam compromisso com o discurso inserido nos textos porque a sua real justificativa/motivação não se vincula ao social e/ou acadêmico, responsabilizam-se, portanto, apenas consigo próprias e com a “fábrica” de produzir-publicar. Valioso seria ter estudos vinculados a programas, ou projetos de prazos condizentes com a proposta elaborada, e, à medida que os resultados de pesquisa acontecessem, produtos fossem disseminados aos interessados, dada a sua relevância social e acadêmica.

Por conseguinte, o discurso científico contábil foi considerado “moldado”, visto que no primeiro momento é considerado coerente por atender às regras de determinado gênero – tanto no que diz respeito à estrutura quanto à forma –, porém, em um segundo momento evidencia-se que seu conteúdo não suscita interesse, não traz inovação ou contribuição que justifique a sua disseminação na comunidade científica.

## Reflexões finais

A leitura da seção anterior pode ter conduzido o consumidor desse texto a questionar: se o discurso possui tais características, os artigos científicos da área contábil têm qualidade? Sem perder de vista a subjetividade intrínseca a essa indagação, é preciso destacar que não há nesse texto pretensão de estigmatização ou generalização. Quando apresentamos a opinião dos entrevistados, o nosso desejo é provocar autoanálise sobre o discurso que produzimos e sobre os discursos que promovemos ao exercermos a função de professor(a), pesquisador(a), orientador(a) e avaliador(a). Se não interpretarmos dessa forma, tenderemos a visão presunçosa de entender que tais características são exclusivas e, portanto, “privilégio” da nossa área de conhecimento.

O desafio do comunicar por meio da escrita é, e sempre será, um desafio para a humanidade, porque o texto é elaborado por indivíduos suscetíveis a erros. Demo (1995, p. 29) afirma que “... conhecimento científico é o que busca fundamentar-se de todos os modos possíveis e imagináveis, mas mantém consciência crítica de que alcança este objetivo apenas parcialmente, não por defeito, mas por tessitura própria do discurso científico”. Conforme esse autor, a aparente precariedade argumentativa é uma virtude porque retira de si própria a capacidade de aprender e de inovar-se

É preciso voltar o olhar dos pesquisadores para uma formação, não exclusivamente técnica, mas essencialmente crítica, reflexiva e questionadora, interessa-nos buscar fazê-lo da “melhor” maneira para o outro e pelo outro, dada a função social do conhecimento científico. Contamos com excelentes produções nacionais que, inclusive, têm sido marginalizadas quando ignoramos o brilhantismo intelectual e a seriedade do processo científico de pesquisadores brasileiros, utilizando apenas literatura estrangeira para fundamentar nossos estudos.

Nesse sentido, construir um texto sobre discurso científico e comunicar o resultado de Aragão (2016), nos oportuniza um desconforto reflexivo que julgamos necessário. Se a mudança que podemos promover limita-se ao tipo ou tamanho da amostra, ou ao modelo estatístico empregado, haverá recorrente homogeneidade de resultados nas pesquisas e a indesejada produção de discursos: neutros, desestruturados logicamente, enviesados, descritivos, superficiais, imaturos, descontextualizados, moldados, intuitivos e descomprometidos – produção que não pode e não deve ser disseminada por não contribuir efetivamente para formação da cultura escrita da área. Ademais, direcionar o nosso esforço intelectual ao momento de concepção dos projetos de pesquisa não é suficiente, precisamos nos atentar ao momento anterior que contempla a formação do pesquisador a fim de evitar que as replicações descontextualizadas e que os discursos órfãos de contribuição se perpetuem.

## Referências

- Bakhtin, M. (2003). *Estética da criação verbal*. São Paulo: Martins Fontes.
- Bakhtin, M. (2006). *Marxismo e Filosofia da Linguagem*. São Paulo: Ed. Hucitec.
- Barros, D. E. C. (2012). *Argumentação e linguagem: da retórica à concepção de discurso como prática social*. *Revista Desenredo*, 8(2).
- Brandão, H. H. N. (2004). *Introdução à análise do discurso*. Campinas, Editora Unicamp.
- Carrieri, A. de P. (2001). *O fim do “Mundo Telemig”: a transformação das significações culturais em uma empresa de telecomunicações*. Unpublished doctoral dissertation, Universidade Federal de Minas Gerais, 326f.
- Carrieri, A. de P., Saraiva, L. A., & Souza-Ricardo, P. A. G. de (Org.). (2009). *Análise do discurso em estudos organizacionais*. Curitiba: Juruá.

- Charaudeau, Patrick; Maingueneau, Michel. Dicionário de análise do discurso. Trad. Fabiana Komesu. 2. ed. 3. reimp. São Paulo: Contexto, 2008.
- Courtine, Jean-Jacques. (2009). Análise do discurso político: o discurso comunista endereçado aos Cristãos. São Carlos: Edfscar.
- Demo, P. (1995). Metodologia científica em ciências sociais. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Dubois, J. (2007). Dicionário de linguística. Editora Cultrix.
- Fairclough, N. (2008). Discurso e mudança social. Brasília: UNB.
- Fiorin, J. L. (1993). Linguagem e ideologia. Editora Ática.
- Foucault, M. (1996). A arqueologia do saber. Rio de Janeiro: Forense Universitária.
- Freitas, L. K. M. R. Heterogeneidade e polifonia d (n) o discurso acadêmico: as vozes que habitam o dizer científico. *Revista linguagem*. 1(16).
- Guilhaumou, J. J., & Maldidier, D. (1986). Effets de l'archive. L'analyse de discours du cote de l'histoire. Langages, Paris.
- Hendges, G. (2002). Citando na internet: um estudo de gênero da Revisão da literatura em artigos acadêmicos eletrônicos. MEURER, JL; MOTTA-ROTH, D. Gêneros textuais e práticas discursivas. Bauru, SP: EDUSC.
- Ivanič, R. (1998). Writing and identity: The discursual construction of identity in academic writing (Vol. 5). John Benjamins.
- Koch, I. G. V. (1999). Argumentação e linguagem. Cortez Editora.
- Koch, I. G. V. (2010). O texto e a construção dos sentidos. São Paulo: Contexto.
- Kuhn, Thomas S. A estrutura das revoluções científicas. Trad. Beatriz Vianna Boeira e Nelson Boeira. 12. ed. São Paulo: Perspectiva, 2013.
- Orlandi, E. P. (2009). Análise de Discurso: princípios & procedimentos. Campinas: Pontes.
- Martínez, LFP. A intertextualidade como dimensão central da análise de discurso crítica (ADC). In: Questões sociocientíficas na prática docente: Ideologia, autonomia e formação de professores [online]. São Paulo: Editora UNESP, 2012, pp. 131-136. ISBN 978-85-3930-354-0. Available from SciELO Books.
- Melo, I. F. (2009). Análise do discurso e análise crítica do discurso: desdobramentos e intersecções. *Revista Eletrônica de Divulgação Científica em Língua Portuguesa, Linguística e Literatura*. pp.1-18.
- Pêcheux, M. (1990). Análise automática do discurso. Por uma análise automática do discurso: uma introdução à obra de Michel Pêcheux. Campinas: Unicamp, 2, pp. 61-151.
- Sargentini, V. & Navarro-Barbosa, P. (Org.). (2004). Foucault e os domínios da linguagem: discurso, poder, subjetividade. São Carlos: Claraluz.
- Van Dijk, T. A. (2008). Discurso e poder. São Paulo: Contexto.
- Vilela, T. M., & Júnior, A. D. (2005). O cientificamente comprovado: reflexões sobre a autoridade da ciência na sociedade contemporânea. *Revista Faz Ciência*, 7(1), pp. 27-27.

# *Delisting* das Empresas Brasileiras: um modelo explicativo de 2013 a 2018

**Matheus Moreira**

<https://orcid.org/0000-0001-8002-5299>

**Leonardo Flach**

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

**Jonatas Dutra Sallaberry**

<https://orcid.org/0000-0001-7492-727X>

## Resumo

**Objetivo:** O objetivo deste artigo é identificar quais são as principais variáveis contábeis explicativas da decisão de fechamento de capital. O quantitativo de empresas tem sido ampliado nos últimos anos, podendo prejudicar investidores específicos e o mercado pela redução de liquidez.

**Método:** A pesquisa emprega dados das empresas negociadas na B3, com foco na análise dos 126 cancelamentos de registros, entre 2013 e 2018, com separação entre grupos e aplicação de regressão logística para análise do evento de fechamento.

**Resultados:** Os resultados permitem perceber como principais determinantes para a decisão das empresas que fecharam capital: (i) maior concentração de propriedade, (ii) menor crescimento, (iii) menor liquidez, (iv) maior disponibilidade de caixa e (v) maior tamanho, consistentes com estudos anteriores.

**Contribuições:** Os resultados contribuem para avanço da modelagem empregada por Bortolon e Silva Junior (2015), alcançando uma sensibilidade de 100% de ocorrência em casos de fechamento de capital e 88,89% de especificidade. A aplicação da modelagem pode permitir aos investidores identificar o momento em que uma empresa tende a fechar o capital.

**Palavras-Chave:** *Delisting*; Fechamento de capital; Cancelamento de registro.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 20/03/2020. Pedido de Revisão em 20/01/2022. Resubmetido em 27/01/2022. Aceito em 11/03/2022 por Dr. José Elias Feres Almeida (Editor assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1. Introdução

Ao longo dos últimos anos, o movimento de uma empresa no mercado de capitais foi pesquisado e estudado com maior enfoque apenas no que se refere a seus aspectos de entrada nas bolsas de valores e nas suas ofertas subsequentes de ações. Quando a empresa faz sua primeira oferta pública de ações, essa operação recebe o nome de *Initial Public Offering* (IPO). Porém, se ela já tem o capital aberto e já realizou a IPO, as novas ofertas são denominadas Ofertas Subsequentes de Ações (*follow-on*). Realizar uma IPO é comumente visto como um rito de passagem no ciclo de vida de uma companhia jovem e de sucesso, momento este no qual ela atinge seu ponto mais importante do desenvolvimento de uma companhia privada (Bharath & Dittmar, 2006).

Bortolon e Silva Junior (2015) demonstraram que o processo de abertura de capital no Brasil cresceu significativamente entre 2004 até 2007, quanto atingiu seu auge, chegando a ter quatro vezes mais volume de entrada de recursos de aberturas de capital, em relação ao montante de fechamentos de capital. Entretanto, com base na análise das evidências desses autores, percebe-se um movimento contrário a partir da crise de 2008, no qual a quantidade de recursos referentes a movimentos de fechamento de capital ficou maior do que o montante de movimentos de abertura. Esse processo continuou nos anos seguintes, chegando a alcançar um valor duas e cinco vezes maior de fechamento de capital em relação às aberturas, em 2011 e 2012, respectivamente (B3, 2019).

Existe a necessidade de verificar os possíveis fatores determinantes para que a empresa tenha decidido fechar seu capital. Boot, Gopalan e Thakor (2008) indicam que uma volatilidade negativa na propriedade da empresa gera incerteza sobre o alinhamento entre o gestor da empresa e seus acionistas. Oliveira e Kayo (2015) constataram que, quando considerados períodos mais longos (1, 2 e 3 anos), os retornos relativos das IPOs brasileiras foram negativos, indicando o fraco desempenho das ações negociadas na oferta inicial e mantidas na carteira até determinados períodos.

Younesi, Ardekani e Hashemijoo (2012), em estudo realizado com empresas da Malásia, destacam que os retornos das IPOs foram positivos apenas no primeiro dia de listagem na bolsa de valores, perdendo valor de retorno nos períodos em todos os períodos subsequentes, o que mitiga a atratividade do mercado de capitais. Embasado nos estudos apresentados no referencial teórico e no crescente fechamento de capital que se destaca o problema de pesquisa: **Quais são as principais variáveis contábeis explicativas para o fechamento de capital das empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?**

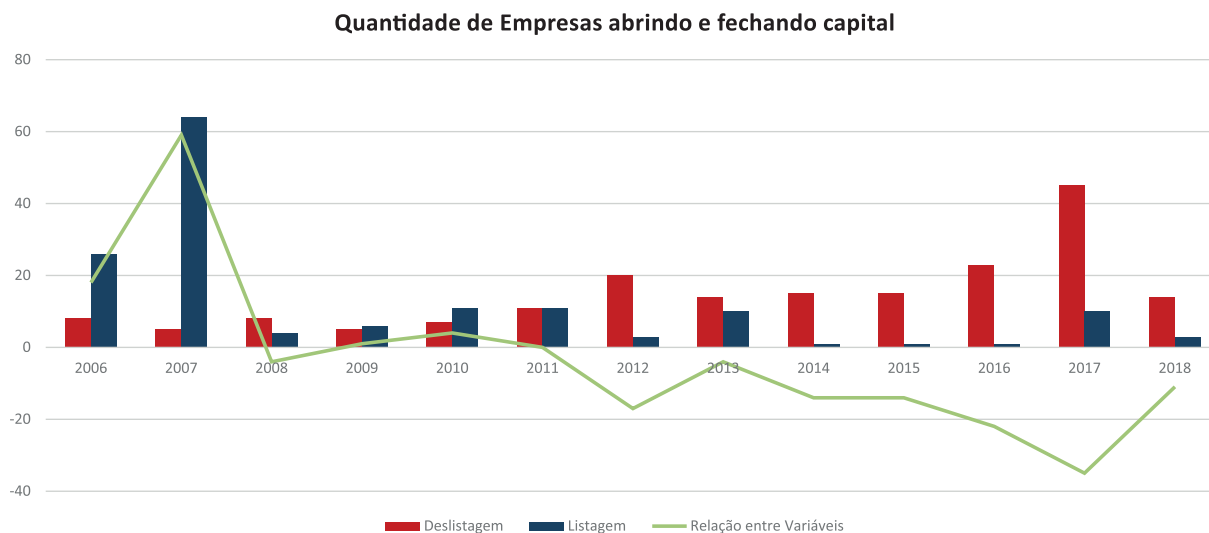
No intuito de alcançar uma resposta ao problema de pesquisa, o objetivo proposto é de analisar quais são os principais determinantes para uma empresa retirar suas ações da negociação na bolsa de valores, considerando o período de 2013 a 2018. Para isso, foram utilizados dados econômico-financeiros disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), extraídos por meio da base de dados do Economática.

Os resultados da presente pesquisa podem contribuir para os usuários do mercado de capitais, e principalmente para os investidores. A deslistagem no mercado de capitais reduz a oferta de títulos e, portanto, a liquidez do mercado (Nóbrega, Loyola, Guedes Filho, & Pasqual, 2000). Para os detentores de ações, uma oportunidade de desfazimento, mas que pode prejudicar toda uma estratégia ou portfólio de investimentos, principalmente em momentos de crise financeira, como a enfrentada no período de análise (Fidanza, Morresi, & Pezzi, 2018). Operacionalmente, este estudo contribui com a literatura por ampliar até 2018 a janela de análise de Bortolon e Silva Junior (2015), que analisaram o fechamento no período de 2001 a 2012, bem como a consideração de um período de grande variação econômica no país, acarretando o exercício financeiro de maior quantidade de deslistagem – 2017.

Antecipar o conhecimento sobre o fechamento de uma empresa listada no mercado de ações, ou identificar sinais de tal movimento pode ser relevante para os investidores. No mercado de capitais chinês, Zhou, Zhang, Yang, Su e An (2018) revelam que a pressão para o fechamento de capital contribui diretamente para a incidência de fraudes. Nessa linha, Souza, Costa, Almeida e Bortolon (2013) evidenciaram associação positiva do fechamento de capital com o gerenciamento de resultados.

## 2. Referencial Teórico

No contexto do cenário financeiro brasileiro, observa-se a presença de uma tendência de queda nas ofertas públicas iniciais, logo após um aumento do montante de recursos capitalizados a partir de 2007 (Bortolon & Silva Junior, 2015). Nos dados da B3 (2019), verifica-se uma manutenção equilibrada até 2011, pelas novas IPOs, porém que retorna com uma forte tendência de fechamento de capital após esse período, atingindo números elevados, como 23 e 45 cancelamentos, em 2016 e 2017, respectivamente. Portanto, pode-se considerar que vem surgindo um movimento inverso, conforme é possível observar na relação entre essas variáveis.



**Figura 1.** Fluxo de Abertura e Fechamento de Capital

Com base nesses pontos, compreende-se ser necessário verificar e entender quais são os fatores que influenciam o processo de tomada de decisão de realizar seu fechamento de capital. No mercado financeiro, esse movimento inverso à abertura de capital tem crescido de forma significativa, conforme demonstrado por Michelsen e Klein (2011) na Alemanha, que vai ao encontro aos estudos de Bharath e Dittmar (2006), que acreditavam que, no processo de abertura de seu capital, a empresa estaria atingindo a etapa final do seu ciclo de vida.

Em parte, percebe-se uma contradição nos argumentos teóricos entre os estudos aqui apresentados, quando se leva em conta a situação financeira de cada país, sendo necessário verificar e estimar fatores determinantes dessa decisão. Conforme demonstrado por Sannajust (2010), na Europa, Estados Unidos e na Ásia, empresas que têm pouca perspectiva de crescimento, baixa liquidez e um importante fluxo de caixa livre são as maiores razões para uma empresa fechar seu capital (*Public to Private Transactions – PTP*).



## 2.1 Delisting no Contexto Nacional e Internacional

Na literatura nacional, existe a limitação quanto à extensão das pesquisas e parâmetros sobre o fechamento de capital das empresas de capital aberto, tendo poucos estudos quando se trata deste tema. Entretanto, apesar de grande parte não abordar esse tema preponderante, há referência internacional de estudos em diversos países que ajudam a esclarecer esses aspectos. Tendo isso em vista, alguns estudos explicam quais seriam as variáveis que se relacionam com o fechamento de capital das empresas listadas na B3.

No cenário nacional, os determinantes identificados por Bortolon e Silva Junior (2015) para o *Delisting* de empresas foram os fatores: (i) menor *free-float*; (ii) menor liquidez de ações; (iii) maior disponibilidade de caixa; e (iv) maior tamanho da empresa. Essas variáveis poderiam refletir o ciclo de vida da empresa, explorando argumentos de tamanho, custos da estrutura e do monitoramento, reestruturação societária e a não necessidade de captação de recursos (Eid Júnior & Horng, 2005; Michelsen & Klein, 2011).

Porém, como evidenciado em seus estudos, Bortolon e Silva Junior (2015) destacam que o maior fator é a maior concentração de propriedade e de controle que seus acionistas detêm, sendo os outros anteriormente listados, complementares deste. O desejo de manutenção do controle da companhia faz com que seja implementado gradativamente o processo de fechamento de capital das empresas. Observaram também que, nas companhias cujos principais acionistas são de capital fechado, a liquidez da empresa é o fator mais relevante, enquanto nas companhias cujos principais acionistas possuem capital aberto, a disponibilidade de caixa impacta em um nível maior.

Por outro lado, em uma análise internacional, com amostras de mercados europeus, Thomsen e Vinten (2014) destacam que as regulamentações que impõem padrões de governança corporativa – como proteção ao investidor e códigos de governança corporativa – estão associadas a uma tendência maior de empresas de capital aberto fecharem seu capital e, particularmente, utilizarem apenas de transações privadas. Tal fato, segundo Thomsen e Vinten (2014), ocorre pelo aumento da burocracia e dos custos de transação que não adicionam valor suficiente aos investidores minoritários. Sendo, portanto, mais vantajoso deixar as companhias privadas ou fundi-las, a fim de distribuir os custos fixos da governança sobre um maior volume de atividade econômica.

## 2.2 Definição dos Fatores Determinantes para o Fechamento de Capital

Antes de divulgar a intenção de fechamento de capital, as companhias já dariam sinais de mudanças. Por exemplo, Shawn, Kim e Jung (2019) verificaram que as companhias que estão perto de se deslistar são mais conservadoras do que as outras para mitigar o maior risco de litígio.

Tomando como base os trabalhos internacionais e nacionais e dando prosseguimento aos estudos na B3, foram definidos sete grupos de variáveis mais próximas do consenso na literatura científica. Sendo abordado, portanto, os sete fatores postulados por Bortolon e Silva Junior (2015) – estrutura de propriedade, liquidez, disponibilidade de caixa, dividendos, crescimento, tamanho e endividamento.

A variável que representa a estrutura de propriedade engloba aspectos relacionados aos acionistas, desvio de direitos e *free-float* das ações. Conforme demonstrado por Correa, Silva, Pinheiro e Melo (2015), a estrutura de propriedade das empresas se difere quanto ao nível de concentração acionária, podendo este ser mais disperso ou mais concentrado, e quanto ao nível de controle. Naquelas mais dispersas, a propriedade das ações é pulverizada e existe grande número de acionistas. Nas concentradas, há poucos acionistas detendo grande quantidade de ações, existindo ainda o acionista controlador, aquele que detém o controle da empresa, no qual há maior propensão do fechamento de capital (Bessler, Kaen, Kurmann, & Zimmermann, 2012).

Michelsen e Klein (2011) explicam que, na Alemanha, a concentração do controle da empresa não teve relação com o fechamento de capital na amostra com 52 companhias analisadas, enquanto Konno e Itoh (2017), na bolsa de Tóquio, evidenciam que em alguns setores a concentração de acionistas afeta significativamente o processo de deslistagem. Já Bortolon e Silva Junior (2015) verificaram que, entre 2002 a 2012, houve indícios de que a maior concentração de propriedade e do controle é um dos fatores determinantes para a empresa optar por fechar seu capital no Brasil, posteriormente corroborados por Moreira, Oliveira, Peixoto e Pereira (2017). Correa *et al.* (2015) e Caixe, Matias e Oliveira (2013), no Brasil, indicam que o perfil das empresas de capital aberto é caracterizado por uma alta concentração de propriedade, inclusive de estruturas familiares que costumam monitorar a gestão.

Em relação ao *free-float*, tem-se que isso dificulta o processo de tomada de decisão em assembleia pelos acionistas, pois, quanto maior a porcentagem de ações nas mãos de pequenos acionistas – com menos de 5% de participação – mais difícil fica o processo de aprovação de resoluções em assembleias. Sendo, por Bortolon e Silva Junior (2015), um outro fator determinante no que se refere ao fechamento.

A segunda variável é a liquidez, pois, conforme demonstrado por Sannajust (2010), empresas que têm baixa liquidez no mercado são propensas a fechar seu capital, corroborado por Balios, Eriotis, Missiakoulis e Vasiliou (2015). Esse fator possui como causa a baixa negociação das ações das empresas.

Para Michelsen e Klein (2011), a baixa liquidez tem adversos efeitos na avaliação das empresas, além de dificultar a correção da empresa no mercado de capitais. A baixa liquidez pode influenciar a saída do mercado (Balios *et al.*, 2015). Para Bortolon e Silva Junior (2015), no mercado brasileiro, a liquidez é o fator mais relevante quando a companhia tem, como seus principais acionistas, controladores de capital fechado.

A terceira variável é a disponibilidade de caixa, pois, segundo resultados apresentados por Bortolon e Silva Junior (2015), a disponibilidade de caixa é o fator mais importante quando o acionista controlador é uma companhia de capital aberto. Saito e Padilha (2015) e Jensen (1986) indicam que o problema do fluxo de caixa é quando empresas com forte geração de fluxo de caixa livre e baixas perspectivas de crescimento, tendem a reter os recursos e não os distribuir aos acionistas, ocasionando assim problemas de agência.

Em Hong Kong, Du, He e Yuen (2013) postularam que o empresas com grande fluxo de caixa livre e uma fraca governança corporativa estão associadas ao processo de deslistagem. No mercado britânico, Pour e Lasfer (2013) encontraram evidências de que companhias com grande fluxo de caixa livre e baixa oportunidade de crescimento são mais propensas ao fechamento de capital voluntário. Já no contexto italiano, com Tutino, Panetta e Laghi (2013), não foram encontradas evidências de que haja, de fato, alguma relação entre ter um excesso de fluxo de caixa e decidir por fechar o capital.

Diante das constatações desses estudos, pode-se esperar que o fator disponibilidade de caixa seja positivo em relação ao fechamento de capital, sendo que, quanto maior a disponibilidade de caixa, maior a chance dessa empresa dar início ao processo de deslistagem. Tal motivo pode ser explicado pelas companhias com alta disponibilidade de caixa não ter que precisar de recursos de terceiros, e, para tanto, não seria mais necessário manter-se com capital aberto. Sendo que, segundo Perobelli *et al.* (2014) e Aslan e Kumar (2011), um dos maiores motivos para uma empresa realizar a abertura de capital é o fato de ser uma opção de financiamento mais barata (a depender de seu conjunto estrutural) para investir em opções de crescimento da companhia.

Djama, Martinez e Serve (2014) pontuam que a decisão de fechar o capital é resultado da ponderação entre os custos e os benefícios relacionados, e, na maioria dos casos, as companhias experimentaram algum tipo de problema no seu desempenho antes de optar por fechar seu capital. Moreira *et al.* (2017) também apontam que, optando por se desligar do mercado de ações, as companhias não terão que lidar com os custos para manter o seu registro, como a divulgação de seus resultados a cada determinados períodos. A quarta variável é o pagamento de dividendos da companhia, sendo, particularmente, medido pelo *dividend yield*. Bortolon e Silva Junior (2015) e Michelsen e Klein (2011) não encontraram evidências concretas sobre o fato de pagamento de dividendos interferir nas decisões de fechar o capital de uma empresa. Enquanto acionistas têm um grande interesse em altos dividendos, a área gestora da empresa quer manter o dinheiro para financiar investimentos na companhia. Segundo Michelsen e Klein (2011), decidir voltar ao mercado privado é uma das formas de o proprietário restaurar – ao menos parcialmente – a divisão entre propriedade e controle, pois ambos os acionistas e os gestores não possuem exatamente o mesmo foco, sendo, pois, mais fácil focar em estratégias a longo prazo e objetivos sem ter a pressão de ter altos lucros para pagar os dividendos dos acionistas.

A quinta variável é o crescimento da empresa. Bortolon e Silva Junior (2015) defendem a existência de uma relação inversamente proporcional entre crescimento e decisão pelo fechamento de capital, assim como Pour e Lasfer (2013), que encontraram evidências de que a deslistagem voluntária acontece quando a possibilidade de crescimento e retorno de recursos são baixos, gerando resultados negativos durante este período. Michelsen e Klein (2011) também apoiaram essa tese, pois seus estudos demonstraram que os setores em que foram marcados por baixo crescimento e baixa necessidade de capital dominaram o processo de deslistagem na Alemanha. Na Itália, Tutino *et al.* (2013), também encontraram evidências que corroboram esses estudos.

A sexta variável é o tamanho, pois quanto menor for uma companhia, menor é o volume de informações geradas e postas no mercado; menor será a atenção dada a ela pelos investidores e menos analistas tendem a acompanhá-las, isso, portanto, afetaria a liquidez de suas ações (Bortolon & Silva Junior, 2015). Porém, em seus estudos, Bortolon e Silva Junior (2015) encontraram resultados que contrapõem outros autores, pois, percebeu-se que as companhias que fecharam o capital têm um maior tamanho ou são mais maduras e atuam em um setor com menos oportunidade de crescimento, diferentemente do encontrado por Boot *et al.* (2008), nos Estados Unidos, Michelsen e Klein (2011), na Alemanha, e Tutino *et al.* (2013), na Itália, que demonstraram que pequenas companhias têm uma tendência maior a fechar o capital.

Assim, a sétima variável é o endividamento, cuja proposição é que empresas de baixo endividamento são mais propensas a fechar seu capital, pois têm um alto potencial de financiamento via dívida e valor esperado dos benefícios fiscais caso seja lucrativa (Bortolon & Silva Junior, 2015). O endividamento das empresas é algo bastante comum por meios de financiamento para operacionalizar suas operações e investimentos e até para ter uma liquidez enquanto seus ativos não são realizados. Portanto, espera-se uma relação negativa entre endividamento e fechamento de capital.

Por fim, adota-se como hipótese de pesquisa a indicação de que a estrutura de propriedade, a liquidez, a disponibilidade de caixa, o pagamento de dividendos, o crescimento, o tamanho e o endividamento afetam o fechamento de capital das empresas brasileiras.

### 3. Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa se caracteriza como um estudo quantitativo, tomando como base preceitos analíticos e descritivos. Todos os dados aqui apresentados foram coletados em bases de dados secundárias e complementares, como CVM, B3 e, especificamente para os dados das empresas, a base de dados Económica (2019).

A população utilizada no estudo compreendeu todas as empresas que fecharam seu capital em um período de seis anos entre 2013 a 2018, e grupo de empresas comparáveis que não fecharam capital, a partir de dados disponibilizados pela B3. Como apontado e discutido na revisão teórica, foram definidas as variáveis relacionadas a cada um dos sete fatores anteriormente apresentados, bem como detalhados na Tabela 1.

Tabela 1

**Variáveis da pesquisa**

Variável	Abreviatura	Descrição	Base de dados	Relação
<b>Fator 1: Estrutura de Propriedade</b>				
Participação do maior acionista em ações ON	MADV	Média do percentual de ações com direito a voto	Economática	
Participação do maior acionista no total de ações	MATA	Média do percentual de ações totais	Economática	+
Desvio de direitos do maior acionista	DDMA	Média da relação entre as participações em ações ON e total	Economática	+
Free-float das ações com direito a voto	FFDV	Média do percentual de ações ON detido por outros acionistas	Economática	
Free-float do total de ações	FFTA	Média do percentual total de ações detido por "Outros" acionistas	Economática	-
<b>Fator 2: Liquidez</b>				
Liquidez	LIQU	Média da liquidez da ação mais líquida calculada pela Economática	Economática	
Presença na bolsa	PBOL	Média do percentual de dias do ano em que a ação foi negociada.	Economática	+
<b>Fator 3: Disponibilidade de caixa</b>				
Ebitda	EBIT	Média do Ebitda.	Economática	
Ebitda / Receita	EBRE	Média da relação Ebitda / Receita	Economática	+
<b>Fator 4: Dividendos</b>				
Dividend Yield	DIVY	Média da relação entre o dividendo pago e o valor da ação	Economática	
<b>Fator 5: Crescimento</b>				
Crescimento da receita	CREC	Média dos dois percentuais de crescimento da receita.	Economática	
Crescimento do Imobilizado	CIMO	Média dos dois percentuais de crescimento do imobilizado	Economática	
Crescimento do valor de mercado	CVME	Média dos dois percentuais de crescimento do valor de mercado.	Economática	-
Valor de mercado / PL	VMPL	Média da razão valor de mercado / patrimônio líquido.	Economática	
<b>Fator 6: Tamanho</b>				
Logaritmo da Receita	LNRC	Média do log da receita	Economática	
Logaritmo do valor de mercado	LNVM	Média do log do valor de mercado	Economática	+
<b>Fator 7: Endividamento</b>				
Exigível / PL	EXPL	Média da relação entre exigível total e o Patrimônio Líquido	Economática	-

Fonte: elaborada pelos autores.

Para operacionalizar os testes e estimativas, as variáveis foram coletadas dos últimos três anos sequenciais disponíveis no Economática, tanto para as que fecharam o capital quanto para o grupo de controle. Foi então calculada a média de cada empresa nos 3 anos anteriores para as variáveis descritas (Tabela 1) em que se espera minimizar efeitos de *outliers* ou a influência de variações momentâneas.

O presente artigo foi estruturado com dois tipos de amostras, sendo: (i) empresas que fecharam o capital no período de 2013 a 2018; e (ii) empresas “comparáveis” ou grupo de controle. No período observado, foi identificado um universo de 126 cancelamentos de registros conforme dados disponibilizados pela B3. Desse total, foram excluídas 20 empresas pela falta de informações juntos a base do Economática, perfazendo, assim, um montante de 106 empresas que têm seus dados disponíveis para acesso na nossa primeira amostra.

O grupo de controle foi estruturado com as empresas denominadas “comparáveis”, a partir do modelo de separação em 20 setores do Economática. Buscou-se as empresas que cancelaram seus registros e então foram selecionadas as empresas que atuam no mesmo setor ou em um setor parecido - quando não foram encontradas empresas “comparáveis” ativas no mesmo setor.

Para operacionalizarmos os testes, esse procedimento verificou novas 108 empresas comparáveis para compor o grupo de controle, variando conforme cada teste pela limitação de dados disponíveis no Economática. A base de dados de companhias que cancelaram registro foi analisada sob dois aspectos iniciais: o primeiro é sobre o setor em que elas atuam e se isso impacta de alguma forma nessa escolha, já o segundo aspecto são as principais diferenças nos resultados apresentados das empresas, que corroboram o fechamento do capital.

O setor de atuação da empresa é uma variável fundamental na análise de quais são os fundamentos para uma empresa fechar seu capital, uma vez que determinados motivos podem não afetar, necessariamente, todo o mercado de capitais, podendo, em determinados momentos, afetar apenas algum setor em específico. Assim, procedeu-se a uma análise preliminar dos setores de atuação das 108 empresas que fecharam o capital desde 2013 até 2018. Os setores foram classificados com base nos 20 setores disponibilizados pelo Economática, pois possibilitam melhor agrupamento dos dados, conforme Tabela 2.

Tabela 2  
**Setores de Empresas que Deslistaram o Capital**

Setor	Quantidade	Frequência
Indústria manufatureira	33	30,56%
Serviços financeiros e seguros	23	21,30%
Administração de empresas e empreendimentos	13	12,04%
Transporte e armazenamento	8	7,41%
Empresa de eletricidade, gás e água	7	6,48%
Informação	7	6,48%
Construção	4	3,70%
Artes, entretenimento e recreação	2	1,85%
Assistência médica e social	2	1,85%
Mineração, exploração e extração de petróleo e gás	2	1,85%
Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça	1	0,93%
Comércio varejista	1	0,93%
Educação	1	0,93%
Hotel e restaurante	1	0,93%
Imobiliária e locadora de outros bens	1	0,93%
Outros serviços (exceto administração pública)	1	0,93%
Serviços de apoio e gerenciamento de resíduos e remediação	1	0,93%
<b>Total</b>	<b>108</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborada pelos autores.

Com base nos resultados preliminares encontrados, observa-se que, aproximadamente, 3 setores econômicos abarcam mais de 60% do total de empresas deslistadas da bolsa de valores brasileira no período analisado. Esses dados demonstram uma necessidade de investigação de possíveis diferenças em relação a esses setores e as suas determinantes quando ocorre a decisão de fechar o capital nessas empresas.

A comparação de médias é importante para identificar características de diferentes grupos, no caso as que fecharam e as do grupo de controle. A regressão logística é útil para a explicação de ocorrência de eventos com frequência binária, no caso a decisão de cancelamento de registro, com modelos logísticos. A regressão logística é uma forma especializada de regressão que é formulada para prever e explicar uma variável categórica binária, no caso, não métricas por meio de codificação a partir de uma série de variáveis explicativas (Field, 2009; Hair Jr., Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2009; Fávero, Belfiore, Takamatsu, & Suzart, 2014).

Neste modelo de escolha binária aplicada, é empregada a estimação por máxima verossimilhança, sendo cada observação tratada como única escolha a partir de uma distribuição binomial (Greene & Hensher, 2010). A modelagem logística de escolha binária revela as probabilidades previstas pelo modelo para a ocorrência do evento 'Fechamento de Capital' para cada observação. Deste modo, como os valores ficam limitados entre 0 e 1, a regressão logística não estimou os valores da variável dependente, mas a probabilidade de ocorrência de um ou dos dois valores assumidos pela variável dependente, formando uma curva em formato 'S'. O ajuste do modelo é avaliado pelo teste da razão da verossimilhança (LR test) que utiliza uma estatística com distribuição qui-quadrado para analisar a significância conjunta do modelo, considerando que para  $H_0$  todos os parâmetros são iguais a zero, e para  $H_1$  a existência de pelo menos um parâmetro diferente de zero (Favero *et al.*, 2014).

A variável "Fechamento do Capital" é binária, que adota o valor 1 se a companhia teve o registro cancelado e 0 em caso contrário. Para eliminar problemas com *missings* procedeu-se, na análise da regressão logística, com a *winsorização* nos dados faltantes pela média das empresas segmentadas por variável e por grupo de empresas, esperando assim eliminar distorções e erros de cálculos que poderiam afetar as variáveis.

## 4. Apresentação, Discussão e Análise dos Resultados

O propósito deste tópico é apresentar os resultados encontrados pela aplicação de procedimentos estatísticos, com base nos dados coletados na B3 e nas demais fontes secundárias, fazendo comparações com trabalhos do mesmo enfoque, internacionais e nacionais. Este tópico está subdividido em outros dois para melhor compreensão e análise dos resultados, quais sejam: (i) estatística descritiva e testes t de diferenças de médias; e (ii) análise com regressão logística.

### 4.1 Estatística Descritiva e Testes t de diferenças de médias

O grupo de empresas, quando classificadas nos respectivos setores empresariais, permite a identificação de que o maior grupo, com 31%, é composto de empresas da indústria manufatureira seguido pelas empresas de serviços financeiros, com 21%, totalizando 52% do conjunto de deslistagens. Esses foram setores impactados sobremaneira pelo contexto e estágio do desenvolvimento econômico nacional na última década.

Entre 2000 e 2015, a indústria reduziu a sua participação no PIB em 40% devido a entraves burocráticos, baixa inovação e tecnologia em comparação aos concorrentes internacionais, entre outros motivos (Botelho, Sousa, & Avellar, 2016). O segmento financeiro foi afetado severamente na crise econômica de 2014 a 2017, oriunda de fortes causas políticas, mas com choques de oferta e demanda que afetaram indicadores da política econômica e financeira (Barbosa Filho, 2017). Dificuldades para algumas instituições e oportunidade para outras, estes fatores favoreceram o processo de desindustrialização nacional e o agrupamento do segmento financeiro no Brasil, o que também são motivos para a deslistagem de muitas empresas dos demais segmentos.

Dos resultados disponíveis na Tabela 3, destacam-se que as empresas do Painel A, que fecharam o capital, tiveram uma grande concentração de propriedade (73,91%) e de controle (77,40%) quando comparadas as empresas do Painel B, do grupo de controle, que tiveram, respectivamente, 52,44% e 60,06%, adotando uma significância estatística em 5%. Dados esses que corroboram os resultados anteriores de Bortolon e Silva Junior (2015) e Moreira *et al.* (2017).

Tabela 3

**Estatística Descritiva e Testes t de Diferenças**

	Estrutura de Propriedade					Liquidez		Caixa	
	Maior. Acion. % Total	Maior Acion. % ON	Desv. de Direitos	Free Float% Total	Free Float % ON	Líq.	Presença em Bolsa	Ebitda	Ebitda/ RL
<b>PAINEL A – Fecharam o capital</b>									
Quant.	89	89	89	47	47	53	53	80	63
Média	73,91	77,40	1,10	66,22	53,38	0,06	51,53	381.635,	0,27
Mediana	78,00	86,85	1,00	65,05	46,91	0,00	57,53	23.220,	0,15
Desv Pad	26,34	24,78	0,30	36,67	41,52	0,15	31,94	1.242.211,	1,02
Máximo	100,00	100,00	2,90	100,00	100,00	0,61	100,00	9.362.727,	6,58
Mínimo	13,14	15,38	0,71	0,00	1,37	0,00	2,69	-783.149,	-3,29
<b>PAINEL B – Grupo de Controle</b>									
Quant.	108	108	108	91	91	89	108	79	77
Média	52,44	60,06	1,24	42,31	32,38	0,25	54,63	1.082.208,	0,01
Mediana	50,00	57,59	1,00	39,34	27,71	0,00	69,97	90.897,	0,14
Desv Pad	29,57	29,84	0,46	30,40	32,38	0,70	43,67	3.041.511,	0,82
Máximo	100,00	100,00	3,00	100,00	100,00	4,18	100,00	20.553.891,	1,91
Mínimo	7,17	9,78	0,6	0,00	0,00	0,00	0,00	-497.381,	-4,98
<b>PAINEL C – Total</b>									
Quant.	197	197	197	138	138	142	161	159	140
Média	62,14	67,89	1,18	49,09	39,54	0,18	53,61	729.718,	0,13
Mediana	60,11	68,73	1,00	44,22	30,04	0,00	60,40	63.685,67	0,15
Desv Pad	30,06	28,92	0,40	33,89	36,98	0,57	40,11	2.337.062,	0,92
Máximo	100,00	100,00	3,00	100,00	100,00	4,18	100,00	20.553.891,	6,58
Mínimo	7,17	9,78	0,66	0,00	0,00	0,00	0,00	-783.148,67	-4,98
Estat. t	-5,8149	-4,7814	2,7738	-5,6138	-5,2237	3,03	0,6515	2,5689	-2,60
p-valor	0,0000	0,0000	0,0060	0,0000	0,0000	0,003	0,5154	0,0109	0,01

	Dividendo		Crescimento			Tamanho		Endivid.
	<i>Div. Yield</i>	Rec. Líquida	Imob.	Val. Merc.	VM/ PL	LN RL	Log VM	Exigível / PL
<b>PAINEL A – Fecharam o capital</b>								
Quant.	52	74	69	51	49	75	51	96
Média	2,29	0,09	0,15	0,12	2,42	11,68	12,76	86,35
Mediana	0,35	0,06	-0,02	0,11	1,05	12,24	13,42	76,71
Desv Pad	3,94	0,42	0,63	0,38	4,38	3,37	2,68	634,60
Máximo	21,28	1,82	3,87	1,39	25,76	17,16	17,39	3.844,63
Mínimo	0	-0,89	-0,60	-0,63	-1,29	3,49	6,66	-2.470,58
<b>PAINEL B – Grupo de Controle</b>								
Quant.	76	75	89	78	74	75	78	100
Média	1,52	0,06	0,15	0,36	1700,78	13,15	13,40	204,43
Mediana	0,33	0,05	-0,01	0,28	978,63	13,42	12,97	131,94
Desv. Pad.	2,31	0,22	1,50	0,64	2.441,32	2,51	2,38	1.078,36
Máximo	10,60	0,76	14,05	4,16	12.263,85	17,76	19,43	1.908,49
Mínimo	0	-0,39	-0,51	-0,49	-2.732,06	3,65	7,74	-9.346,98
<b>PAINEL C – Total</b>								
Quant.	128	149	158	129	123	150	129	196
Média	1,84	0,07	0,15	0,27	1.024,20	12,42	13,15	146,59
Mediana	0,33	0,06	-0,01	0,18	263,92	13,08	13,07	99,86
Desv. Pad.	3,09	-0,34	1,20	0,56	2.064,76	3,05	2,51	888,86
Máximo	21,28	1,82	14,05	4,16	12.263,85	17,76	19,43	3.844,63
Mínimo	0	-0,89	-0,60	-0,63	-2.732,06	3,49	6,66	-9.346,98
<i>Estat. t</i>	-2,3651	-0,6880	-0,0188	4,1486	8,6710	4,3278	2,4155	0,9857
<i>p-valor</i>	0,0189	0,4922	0,9850	0,0000	0,0000	0,0000	0,0166	0,3254

Fonte: elaborada pelos autores.

A liquidez foi uma variável significativa, com 0,06 de média para as empresas que fecharam o capital frente a 0,25 para o grupo de controle, o que sugere que uma menor liquidez é um fator relacionado ao fechamento de capital das empresas. As medidas de centralidade também vão ao encontro das pesquisas de Sannajust (2010) e Michelsen e Klein (2011).

A *proxy* do Ebitda/RL foi estatisticamente significativa em 5%, com valor de 0,27 para o painel A, contra 0,01 do painel B, o que sugere que empresas com maior disponibilidade de caixa com base nos seus tamanhos têm maior chance de fechar o capital em comparação as do grupo de controle, colaborando com os resultados de Hong Kong, de Du *et al.* (2013) e do mercado Britânico por Pour e Lasfer (2013). Já as variáveis de crescimento da receita e do imobilizado não apresentaram diferenças significantes, diferentemente do crescimento do valor de mercado de 12% de para as empresas que fecharam o capital frente a 36% das empresas do grupo de controle, o que sugere que o fator crescimento da empresa pode ter uma relação negativa em relação à probabilidade de fechar o capital das empresas.



O tamanho da empresa, calculado pelo logaritmo natural da receita e do valor de mercado, também foi um dos fatores em que se pode perceber uma diferença estatisticamente significativa de médias, com valores de 11,68 e 12,76 para as empresas que fecharam o capital, frente a 13,15 e 13,40 do grupo de controle. Apesar de os dados não confirmarem o mesmo resultado encontrado por Bortolon e Silva Junior (2015), em seus testes aplicados para o período de 2000 até 2012, os dados aqui achados corroboram outros realizados em diversos países, como os Estados Unidos, Alemanha e Itália, respectivamente por Boot *et al.* (2008), Michelsen e Klein (2011) e Tutino *et al.* (2013), que demonstraram que companhias menores têm mais chance de fecharem o capital. Por fim, a variável endividamento não teve significância estatística nos resultados preliminares.

## 4.2 Análise dos dados com regressão logística

Após a análise descritiva, foram realizadas análises com modelos *logit*, tendo como objetivo verificar o impacto das variáveis especificadas na Tabela 1 na decisão de uma empresa fechar seu capital, em que, fechar o capital adota um valor igual a 1. Primariamente, foram aplicadas todas as 17 variáveis anteriormente explicadas, porém, em procedimento de *stepwise*, com significância estatística de 5%, nove variáveis foram desprezadas (DDMA, LIQU, CIMO, LNRC, EXPL, CRLI, EBIT, FFDV e DIVY), resultando em oito variáveis com capacidade explicativa, cujos resultados são demonstrados na Tabela 4, na qual são exploradas as razões de chance (*odds ratio*) de cada variável impactar nesta decisão.

Os dados apresentados na Tabela 4, referentes a aplicação do modelo de Regressão Logística, foram obtidos utilizando o *software* STATA, resultando nos seguintes *outputs*.

Tabela 4

### Outputs Regressão Logística e dos Efeitos Marginais

Fator	Variáveis	Coefficiente	Odds Ratio	Std. Err.	P>  z	Efeitos Mg.	P>  z
Estrutura	MADV	-0,0558	0,9457	0,0269	0,050	-0,0068	0,065
	MATA	0,0832	1,0867	0,0303	0,003	0,0101	0,020
	FFTA	0,0504	1,0517	0,0138	0,000	0,0061	0,013
Crescimento	CVME	-3,3148	0,0363	0,0421	0,004	-0,4039	0,011
	VMPL	-0,0048	0,9952	0,0008	0,000	-0,0006	0,000
Liquidez	PBOL	-0,0479	0,9532	0,0150	0,002	-0,0059	0,000
Caixa	EBRE	1,5029	4,4948	2,6738	0,012	0,1831	0,044
Tamanho	LNVM	0,5927	1,8090	0,4085	0,009	0,7222	0,018
Outros	Const.	-6,3060	0,0018	0,0044	0,009	-	-

Fonte: elaborada pelos autores.

Para testar a qualidade do modelo, foi gerado um gráfico com a curva ROC, que, segundo Fávero *et al.* (2014), demonstra a capacidade do modelo em discriminar as categorias da variável dependente. Com ponto de corte de 0,25, a área sob a curva ROC é de 0,9836, o que indica que o modelo possui um poder discriminatório elevado.

Importante destacar que o modelo aplicado resultou em 100% de sensibilidade e 88,89% de especificidade. A sensibilidade diz respeito ao total de acertos que o modelo obtém em relação ao evento (ou seja, ao fato da deslistagem), classificando corretamente 100% das empresas que pediram o cancelamento do registro. Já, decorrente da especificidade, que se refere ao total de acertos que o modelo obtém em relação ao não evento de interesse (isto é, ao fato de a empresa não pedir cancelamento), o montante de acertos alcançou 89%.

O modelo demonstra-se adequado, com valores máximos do logaritmo da função de verossimilhança após interação de -38.18. O teste da razão da verossimilhança (LR test) para verificação do ajuste do modelo apresentou resultado de 220.29(0.0000) que permite validar a existência de variáveis com significância estatística. O pseudo  $R^2$  de McFadden da regressão logística referente ao modelo utilizado é de 0,7426, valor este que é utilizado para verificar o poder explicativo do modelo. Pode-se dizer que o modelo utilizado na Tabela 4 explica 74,26% da decisão de fechar o capital ou não.

Preliminarmente, pode-se perceber que os resultados encontrados confirmam alguns dos resultados observados nos testes de diferenças de médias. O fato de a empresa ter uma estrutura de propriedade forte foi estatisticamente significativa, em que se espera que o fato do maior acionista ter grandes quantidades de ações aumenta a chance na hora de a empresa decidir fechar o capital, corroborando os resultados de Bortolon e Silva Junior (2015), Moreira *et al.* (2017), Bessler *et al.* (2012) e Konno e Itoh (2017).

Esse fator demonstrou significância nas variáveis de concentração de ações ordinárias (negativa) e gerais (positiva), e com o *free-float* do total de ações. No mercado brasileiro, que já apresenta elevada concentração de propriedade (Caixe *et al.*, 2013; Correa *et al.*, 2015), para o fechamento de capital de uma empresa, o investimento em percentual de propriedade seria menor do que mercados com baixa concentração, teoricamente, o que tornaria o mercado nacional mais exposto a esse comportamento. Assim, com o fechamento do capital, controladores poderiam tomar decisões mais tempestivas evitando os dissabores das assembleias com elevado *free-float*. Além disso, pode demonstrar uma boa possibilidade para investidores porque as ofertas para fechamento de capital precisariam ofertar cotações vantajosas para alcançar a aquisição de uma participação complementar.

A variável do crescimento, seguindo na mesma linha do contexto britânico de Pour e Lasfer (2013), demonstra que quanto maior for o crescimento da empresa, menos chances ela tem de fechar o capital, tendo uma relação inversamente proporcional resultando em efeitos marginais de -0,4039, o maior coeficiente de efeitos marginais, o que indica que o crescimento reduz em 40% a probabilidade de a empresa fechar o capital. No cenário brasileiro, o fraco crescimento impacta nas chances de ela permanecer com o capital aberto. Outros estudos, como Michelsen e Klein (2011), na Alemanha, e Tutino *et al.* (2013), na Itália, também acharam evidências de que empresas de baixo crescimento dominaram o processo de deslistagem das bolsas.

Esse fator foi significativo para as variáveis de crescimento do valor de mercado e para sua razão com o patrimônio líquido. A ausência desse crescimento em valor de mercado reduz a percepção de atratividade por investidores, reduzindo os incentivos para que os acionistas principais desejem a manutenção no mercado de capitais.

O fator liquidez também é fator determinante na decisão de fechar o capital, que, como esperado, apresentou uma relação negativa. Com uma baixa liquidez, a empresa perde sua orientação no mercado de ações, pois estaria tendo custos de manutenção extras para divulgar relatórios e se adequar às normas de mercado sem a correspondente apreciação das suas ações pelos investidores (Sannajust, 2010). Os resultados corroboram os demais estudos atuando inversamente à probabilidade de fechamento de capital (Balios *et al.*, 2015; Bortolon & Silva Junior, 2015).

A variável disponibilidade de caixa, seguindo estudos de Saito e Padilha (2015) e Jensen (1986), medido neste artigo pela relação entre Ebitda e Receita, foi um dos fatores com resultados significativos mais elevados para a empresa decidir fechar o capital, na razão de 14% maior probabilidade de fechar o capital. Conforme se observa na Tabela 4, quanto maior for a disponibilidade de caixa da empresa, maiores as chances de a empresa fechar seu capital, adotando uma relação positiva entre as variáveis. Esses dados corroboram com os previamente constatados no teste de diferenças de médias e com os resultados de Du *et al.* (2013), em Hong Kong, Pour e Lasfer (2013), no mercado britânico, Tutino *et al.* (2013), na Itália, e Bortolon e Silva Junior (2015), no Brasil.

As possibilidades de fechamento de capital vão ao encontro dos fatores sugeridos por Perobelli *et al.* (2014) e Aslan e Kumar (2011) de que a abertura seria uma das principais maneiras de reduzir o custo de financiamento; com caixa abundante, reduziriam os incentivos e atrativos para a manutenção dos custos de governança. Assim, o fechamento seria uma alternativa para redução de custos (Moreira *et al.*, 2017). Validando os resultados apresentados por Bortolon e Silva Junior (2015), a variável tamanho, avaliada pelo logaritmo do valor de mercado e resultados com significância estatística, apresentou relação positiva e indica que quanto maior o tamanho da companhia, maior a chance de fechar o capital. Apesar desse resultado ir ao encontro com o de Bortolon e Silva Junior (2015), esse é um assunto ainda bastante controverso, pois outros autores, como Boot *et al.* (2008), Michelsen e Klein (2011) e Tutino *et al.* (2013), chegaram a resultados divergentes em que afirmam que quanto menor o tamanho da empresa, mais chances de fechar o capital as empresas têm.

Isso pode ser explicado, preliminarmente, pela amostra na qual foram realizados os procedimentos estatísticos, visto que no Brasil os resultados tiveram uma relação positiva e nos países como Alemanha e Itália, uma relação negativa. Também, conforme citam Bortolon e Silva Junior (2015), pode ser explicado por refletir a maior maturidade do negócio e uma correspondente menor necessidade de investimentos, o que diminuiria a atratividade do mercado de capitais como fonte de financiamento, explicando, assim, a relação positiva com a chance de fechar capital.

## 5. Conclusões

A pesquisa, desenvolvida com o objetivo de analisar os principais determinantes para uma empresa retirar suas ações da negociação na bolsa de valores brasileira, considerando o período de 2013 a 2018, permitiu a identificação de oito variáveis relacionadas a cinco fatores propostos na literatura empírica. Dois fatores analisados não apresentaram variáveis significativas no período da amostra.

Dentre as variáveis que podem afetar a decisão de fechar o capital de uma empresa, os mais influentes constatados neste artigo são determinados pelos fatores: (i) maior disponibilidade de caixa; (ii) menor crescimento; (iii) menor liquidez; (iv) maior concentração de propriedade; e (v) maior tamanho. Em grande parte, os resultados aqui encontrados corroboram a literatura já existente e os resultados previamente obtidos por outros autores, em maior grau, no contexto internacional, com exceção da variável tamanho, em que houve diferenças em se tratando de países diferentes. No âmbito nacional, em relação ao período prévio analisado por Bortolon e Silva Junior (2015), os fatores explicativos continuam semelhantes aos anos 2001 a 2012.

Com base no exposto, pode-se inferir que as principais variáveis contábeis, que se relacionam à decisão da empresa fechar o capital, são o fato de empresa apresentar um menor crescimento e ter uma maior disponibilidade de caixa quando comparado aos outros fatores, mitigando a vantagem da abertura de capital para acesso a capital, já que ela teria recursos disponíveis para seu financiamento.

Os resultados podem auxiliar os usuários do mercado de capitais na tentativa de prever futuros fechamentos de capital, que poderiam afetar sua estratégia de investimentos. Além disso, os acionistas e investidores poderiam se utilizar de uma oferta de compra de ações para alcançar ganhos superiores. No contexto acadêmico, os resultados apresentados contribuem complementarmente os achados de Bortolon e Silva Junior (2015).

Assim, considera-se que este estudo, de maneira geral, atingiu seu objetivo de analisar fatores contábeis relacionados à decisão de fechar o capital das empresas. Entretanto, possui algumas limitações que podem ser resumidas na falta de alguns dados disponíveis sobre as empresas, principalmente no grupo de fechamento, que, por vezes, tiveram que ser excluídas da amostra. Outro fator é o fato de as empresas muitas vezes não terem resultados no ano exato do fechamento de capital, tendo, então, que ter sido considerados a partir do último dado disponível para tais empresas.

Destaca-se a relevância do trabalho por ajustar o modelo, com corte de 0.25, que no período alcança uma sensibilidade de 100% para acerto na ocorrência de fechamento de capital. Inerente a um modelo de explicativo, a especificidade não acompanhou o mesmo resultado, sendo que um pequeno grupo de empresas (11%), indicadas pelo modelo, de fato não fecharam seu capital.

Espera-se que tais resultados instiguem investidores e pesquisadores a estudar mais sobre o fechamento de capital, que pouco tem-se discutido no Brasil, e, por isso, se tornou uma das limitações para a comparabilidade, diferentemente do contexto internacional, que demonstra que há algum tempo publicam-se pesquisas sobre esse tema. Como sugestão de pesquisa, seria interessante verificar se o fato de as empresas estarem em determinados setores do mercado relaciona-se à decisão de fechar o capital.

## Referências

- Aslan, H., & Kumar, P. (2011). Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private. *Journal of financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 489-526. Doi: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109010000761>
- B3. Brasil Bolsa Balcão. Banco de dados. (2019). Recuperado de [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/empresas-com-listagem-cancelada-no-mercado-de-bolsa](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/empresas-com-listagem-cancelada-no-mercado-de-bolsa)
- Balios, D., Eriotis, N., Missiakoulis, S., & Vasiliou, D. (2015). Delisted versus voluntary delisted versus remain listed: financial disclosure timing. *Applied Economics Letters*, 23(11), 773-776. Doi: <http://dx.doi.org/10.1080/13504851.2014.927559>
- Barbosa Filho, F. D. H. (2017). The economic crisis of 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), pp. 51-60.
- Bessler, W., Kaen, F. R., Kurmann, P., & Zimmermann, J. (2012). The listing and delisting of German firms on NYSE and NASDAQ: Were there any benefits? *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22(4), pp. 1024-1053. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2012.01.001>
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2006). To Be or Not to Be (Public). Using going private transactions to examine why firms go public. University of Michigan Ross School of Business Research Paper. Doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.951710>
- Boot, A. W. A., Gopalan, R., & Thakor, A. V. (2008). Market liquidity, investor participation, and managerial autonomy: Why do firms go private? *The Journal of Finance*, 63(4), pp. 2013-2059. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01380.x>
- Bortolon, P. M., & Silva Junior, A. (2015). Determining Factors for Delisting of Companies Listed on BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), pp. 140-153. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201500910>

- Botelho, M.R.A., Sousa, G.F., & Avellar, A. P. M. (2016). A Incidência do Processo de Desindustrialização nos Estados Brasileiros. *Revista de Economia*, 42(3). Doi: <http://dx.doi.org/10.5380/re.v42i3.45716>
- Caixe, D. F., Matias, A. B., & Oliveira, S. V. W. (2013). Free Float e valor de mercado corporativo: Um estudo do período de 2001 a 2010. *Revista Organizações & Sociedade (O&S)*, 20(67), pp. 733-751. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1984-92302013000400008>
- Corrêa, E. L., Silva, W. A. C., Pinheiro, J. L., & Melo, A. A. O. (2015). Estrutura de propriedade e criação de valor em companhias brasileiras. *Tourism & Management Studies*, 11(2), pp. 130-137. Doi: <http://dx.doi.org/10.18089/tms.2015.11216>
- Djama, C., Martinez, I., & Serve, S. (2014). What do we know about delistings? A survey of the literature. *Comptabilités et innovation*. France. Recuperado de <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00937899/>
- Du, J., He, Q., & Yuen, S. W. (2013). Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 22, pp. 50-68. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.10.001>
- Economática. Banco de dados. (2019). Recuperado de <http://www.economatica.com>
- Eid Júnior, W., & Horng, W. J. (2005). A saída: uma análise da deslistagem na Bovespa. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10438/15553>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Métodos quantitativos com stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados*. Elsevier.
- Fidanza, B., Morresi, O., & Pezzi, A. (2018). The Decision to Delist from the Stock Market: Theory and Empirical Evidence of Going Private. eBook. Switzerland: Editora Palgrave Macmillan
- Field, A. (2009). *Descobrimo a estatística usando o SPSS-2*. Bookman Editora.
- Greene, W. H., & Hensher, D. A. (2010). *Modeling ordered choices: A primer*. Cambridge University Press.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Bookman Editora.
- Jensen, M. (1986). Agency costs and free cash flow, corporate finance and take-overs. *American Economics Review*, 76(2), 323-329. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Konno, Y., & Itoh, Y. (2017) Why do listed companies delist themselves voluntarily? An empirical study of the Tokyo Stock Exchange and the construction and real estate industries. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 23(2), pp. 152-169. Doi: <https://doi.org/10.1108/JFMPC-02-2017-0006>
- Michelsen, M., & Klein, C. (2011). “Privacy please!”: the public to private decision in Germany. *Review of Managerial Science*, 5(1), pp. 49-85. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0046-1>
- Moreira, K. D. S., Oliveira, J. R., Peixoto, F. M., & Pereira, V. S. (2017). Ownership structure and internationalization: agency problems and delisting in Brazil. *Revista de Administração Mackenzie*. 18(4), pp. 164-189. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712017/administracao.v18n4p164-189>
- Nobrega, M. D., Loyola, G., Guedes Filho, E. M., & Pasqual, D. (2000). O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. *Publicações Bovespa*.

- Oliveira, B. C., & Kayo, E. K. (2015). Desempenho de ações de empresas brasileiras após seu IPO: evidências de curto e de longo prazo. *Revista de Gestão*, 22(2), pp. 173-186. Doi: <https://doi.org/10.5700/rege557>
- Perobelli, F. F. C., Brandão, L. E. T., & Soares, T. A. (2014). Qual o melhor momento para a abertura de capital? *Nova Economia*, 24(2), pp. 337-358. Doi: <https://doi.org/10.1590/0103-6351/0923>
- Pour, E. K., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), pp. 4850-4860. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.022>
- Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? *Brazilian Review of Finance*, 13(2), pp. 200-250. Doi: <http://dx.doi.org/10.12660/rbfin.v13n2.2015.42154>
- Sannajust, A (2010). Motivations of Public to Private Transactions: an international study. Casablanca, Morocco. Recuperado de <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00521239/>
- Shawn, H., Kim, Y., & Jung, J. (2019). Company's Sustainability and Accounting Conservatism: Firms Delisting From KOSDAQ. MDPI, *Open Access Journal*, 11(6), pp. 1-17. Doi: <https://doi.org/10.3390/su11061775>
- Souza, J. A. S., Costa, W. B., Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2013). Determinantes e consequências do fechamento de capita nas práticas de gerenciamentos de resultados. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 1(1), pp. 38-57. Doi: <https://doi.org/10.18405/recfin20130103>
- Thomsen, S. & Vinten, F. (2014). Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996–2004. *Journal of Management and Governance*, 18, pp. 793– 833. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9256-7>
- Tutino, M., Paneta, I. C., & Laghi, E. (2013) Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence. *Journal on Business Review*, 2(4), pp. 218-223. Doi: [https://doi.org/10.5176/2010-4804\\_2.4.273](https://doi.org/10.5176/2010-4804_2.4.273)
- Younesi, N., Ardekani, A. M., & Hashemijoo, M. (2012). Performance of Malaysian IPO's and Impact of Return Determinants. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(2), pp. 140-158. Recuperado de <https://doi.org/10.1.1.652.481>
- Zhou, F., Zhang, Z., Yang, J., Su, Y., & An, Y. (2018). Delisting pressure, executive compensation, and corporate fraud: Evidence from china. *Pacific-Basin Finance Journal*, 48, pp. 17-34. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.01.003>

# Influência do Estilo de Liderança e da Subordinação no Julgamento e Tomada de Decisão do Auditor Interno

**Alini da Silva**

<https://orcid.org/0000-0002-7043-5566>

**Juçara Haveroth**

<https://orcid.org/0000-0001-7327-0667>

**Paulo Roberto da Cunha**

<https://orcid.org/0000-0001-5805-9329>

## Resumo

**Objetivo:** Analisar o efeito do estilo de liderança e da subordinação no julgamento e tomada de decisão do auditor interno.

**Metodologia:** A pesquisa possui enquadramento metodológico como descritiva, quase-experimento e quantitativa. O caso experimental foi pautado na tomada de decisão de auditor interno em reportar um relatório de recomendações sobre irregularidades realizadas pelo setor financeiro, sendo que o auditor é subordinado ao setor financeiro que realizou as irregularidades. Para tanto, foram apresentados aos participantes auditores, dois estilos de liderança do diretor financeiro, sendo o estilo autocrático e democrático, como também diferentes opiniões do diretor financeiro sobre o relatório de recomendações, para caracterização da subordinação.

**Resultados:** Os resultados apontaram que os auditores internos tendem a reportar em menor grau o relatório de recomendações quando seu superior é um líder autocrático, conforme apontado pela literatura. Além disso, diferenças de tempo identificadas para tomada de decisão, sugerem que o estilo de liderança pode ter influenciado a tomada de decisão de reporte, visto que, quando o superior possui perfil de liderança autocrático, o auditor interno tende a demandar maior tempo de tomada de decisão.

**Contribuições:** Contribuiu por demonstrar, com evidências empíricas aos órgãos de regulação, governança corporativa de empresas e demais interessados, sobre a perda de independência de trabalho do auditor interno, quando subordinado a diretores financeiros com estilos de liderança que pouco contribuem para a transparência das informações. Essa situação pode ser considerada um risco à qualidade dos controles internos e, por vezes, à qualidade das demonstrações financeiras.

**Palavras-chave:** Auditoria interna; Subordinação; Estilo de liderança autocrático e Democrático; Tomada de decisão; Relatório de Recomendações.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 06/07/2021. Pedido de Revisão em 20/09/2021. Resubmetido em 16/10/2021. Aceito em 24/11/2021 por Dra. Marcia Martins Mendes De Luca (Editora assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1. Introdução

Ao longo dos últimos anos, houve uma importante expansão da literatura interessada na investigação sobre como os indivíduos processam informações, julgam e tomam decisões no campo da contabilidade (Braga, Sousa & Lima Filho, 2014; Hoos, Kochetova-Kozloski & D'Arcy, 2015; Eulerich, Henseler & Kohler, 2017; Gimbar, Jenkins, Saucedo & Wright, 2018; Mas & Barac, 2018; Suputra & Widhiyani, 2020). Os estudos sobre julgamento e tomada de decisão, as teorias, as metodologias aplicadas e os temas centrais são os mesmos, avaliar e estabelecer os fatores que determinam o desempenho da decisão e testar as teorias dos processos cognitivos que produzem as decisões (Libby & Luft, 1993; Suputra & Widhiyani, 2020).

A avaliação de opções e tomada de decisão envolve o processo pelo qual as pessoas combinam desejos e crenças para escolher um curso de ação em meio a um conjunto de opções (Hastie, 2001; Hoos et al., 2015). Esse processo envolve a comparação entre a maneira como as pessoas julgam e decidem a partir de determinados parâmetros (Baron, 2004; Braga et al., 2014).

O julgamento e tomada de decisão no contexto da auditoria interna, de acordo com Cattrysse (2002), auxilia na mitigação de erros, na violação dos controles internos e nas demonstrações financeiras e na transparência de informações. Desta forma, para tal intento, a auditoria interna deve se manter independente na realização de suas atividades (Goodwin & Yeo, 2001), tomando decisões de acordo com suas diretrizes e normas éticas (Instituto de Auditores Internos – IIA, 1999).

Peters (1993), Hoos et al. (2015), Mas e Barac (2018) convergem sobre a necessidade de compreender o trabalho de auditoria interna e seus efeitos no desempenho do julgamento, devido à sua importância para a organização. A auditoria interna é parte integrante do processo de responsabilização de uma organização e seu objetivo geral é assegurar e promover o desempenho assumido pela administração, com independência e objetividade (Hoos et al., 2015; Mas & Barac, 2018).

Fatores presentes no dia a dia das organizações devem ser estudados, como é o caso da liderança (Seol, Sarkis & Wang, 2017; Mas & Barac, 2018; Suputra & Widhiyani, 2020) e da subordinação (Tamošiūnienė & Savčuk, 2007; Johnson, Lowe & Reckers, 2016; Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017; Gimbar et al., 2018), sendo estes fatores imersos na complexidade do trabalho de auditoria (Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017; Gimbar et al., 2018; Mas & Barac, 2018; Suputra & Widhiyani, 2020) e que podem influenciar o julgamento e tomada de decisão da auditoria interna e, conseqüentemente, em seu desempenho.

Pratt e Jiambalvo (1981), Apostolou, Pasewark e Strawser (1993) e Mas e Barac (2018) destacam que estilos de liderança podem influenciar o desempenho de auditores internos, fazendo-os experimentar conseqüências de acordo com o perfil de seu líder. Líderes democráticos tendem a ter um bom relacionamento com seus subordinados; por outro lado, líderes autocráticos podem gerar impactos negativos, devido à conduta autoritária e à concentração de poder (Goulart Júnior & Lipp, 2011), o que pode influenciar a satisfação, a motivação e as relações interpessoais dos trabalhadores (Pratt & Jiambalvo, 1981).

Quanto à subordinação, esta refere-se a um relacionamento entre superior e subordinado, em que há entre estes uma relação de comando que pode gerar um sentimento de pressão para obediência do subordinado (Cattrysse, 2002; Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017). Johnson et al. (2016) explicam que qualquer profissional subordinado pode sentir a pressão para a obediência e, de acordo com Carpenter e Reimers (2013), no cenário de auditores, esta exposição pode influenciar a eficiência do trabalho, uma vez que compromete seu livre arbítrio (Carpenter & Reimers, 2013; Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017).

Frente ao exposto, o estudo tem como propósito responder à seguinte questão de pesquisa: **qual a influência do estilo de liderança e da subordinação no julgamento e tomada de decisão do auditor interno?** Com o intuito de responder a esta questão, tem-se como objetivo principal analisar a influência do estilo de liderança e da subordinação no julgamento e tomada de decisão do auditor interno.



A pesquisa utilizou-se de quase-experimento para gerar evidências sobre o objetivo de estudo, utilizando um *design* experimental 2x3 sobre a tomada de decisão do auditor interno frente ao nível de reporte de relatórios de recomendações sobre irregularidades cometidas pelo setor financeiro, sendo que, no caso, o setor financeiro em nível hierárquico é o superior direto do auditor interno. Os participantes da pesquisa (auditores internos) tiveram que responder em que nível iriam reportar este relatório, frente a estilos de liderança autocrático e/ou democrático do diretor financeiro e frente à pressão por obediência, derivado da subordinação e da opinião do diretor financeiro sobre este relatório de irregularidades. Assim, tendo aleatoriedade dos auditores internos sobre o caso a ser julgado, em que alguns responderam o caso na presença de liderança autocrática, outros de liderança democrática, e com opiniões diferentes de concordância ou não do relatório pelo diretor financeiro, avaliamos o nível de reporte e o tempo que demandaram para tal decisão.

Os resultados da pesquisa fornecem importantes evidências sobre a perda de independência de trabalho do auditor interno, quando subordinado a diretores financeiros com estilos de liderança que pouco contribuem para a transparência de informações e quando exercem pressão para obediência. Os achados alertam órgãos de regulação, mecanismos de governança corporativa, departamento de recursos humanos, entre outros, sobre o risco que tal situação pode acarretar a redução da qualidade dos controles internos e das demonstrações financeiras. Assim, se faz necessário que a auditoria interna seja posicionada na organização em uma hierarquia que a permite exercer suas atividades com ceticismo profissional, sem que a eficácia de seu trabalho seja comprometida pelo efeito subordinação. Além disso, essas informações podem direcionar programas de treinamento de desenvolvimento de lideranças, práticas de nomeação, retenção e sucessão de chefes da alta administração (Mas & Barac, 2018).

Estudos como o de Mas e Barac (2018) e Suputra e Widhiyani (2020) analisaram o estilo de liderança de superiores (executivos chefes do comitê de auditoria e/ou auditor independente) na eficácia da auditoria interna (Mas & Barac, 2018) e da auditoria independente (Suputra & Widhiyani, 2020). Já os estudos de Hoos et al. (2015) e Eulerich et al. (2017) analisaram a subordinação que a auditoria interna possui não só do comitê de auditoria, mas também da administração e o efeito no julgamento dos auditores, e Gimbar et al. (2018) avaliaram o impacto da subordinação no trabalho da auditoria independente.

Este estudo se diferencia dos demais e contribui para a literatura, pois analisa a auditoria interna em um contexto de subordinação e pressão para a obediência (Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017), enquanto se faz necessário manter sua independência de atuação nas organizações (Goodwin & Yeo, 2001) e também analisa o impacto do estilo de liderança no contexto da auditoria interna (Mas & Barac, 2018). De acordo com Mas e Barac (2018), há escassez de estudos sobre liderança e auditoria interna e demais dimensões comportamentais. Assim, esta pesquisa apresenta evidências que possuem limitações, mas que apresentam, no contexto brasileiro, a auditoria interna com potencial comprometimento de suas decisões, devido aos fatores de liderança e subordinação, proporcionando novas pesquisas neste campo.

Sabe-se das responsabilidades que a auditoria compreende, como a de assegurar informações patrimoniais de uma organização e auxiliar na credibilidade para com os usuários externos e, deste modo, deve-se manter independente. É importante que os auditores internos mantenham sua independência realizando seus julgamentos de acordo com suas diretrizes e normas éticas para garantir o cumprimento dos objetivos da organização (Instituto de Auditores Internos – IIA, 1999). A auditoria interna deve priorizar a independência e a objetividade para a realização de seus trabalhos e tomada de decisões (Tamošiūnienė & Savčuk, 2007; Hoos et al., 2015; Eulerich et al., 2017), sem ceder à subordinação de superiores, uma vez que esta pressão pode enviesar o entendimento de alguma evidência.

A qualidade do trabalho de auditores internos possui papel fundamental para uma organização. Escândalos corporativos, como Enron e WorldCom, e a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 sublinham a importância da avaliação crítica e a responsabilidade destes profissionais para a eficácia dos controles (Seol et al., 2017), fazendo com que sejam indesejados fatores que impactam na realização das suas atividades ou criem inibições.

## 2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses

### 2.1 Estilo de Liderança, Julgamento e Tomada de Decisão na Auditoria Interna

As habilidades cognitivas são importantes para o desempenho de decisões, e os indivíduos nem sempre as possuem ou aplicam em um grau suficiente para garantir o julgamento (Libby & Luft, 1993). A pesquisa em contabilidade cognitiva visa melhorar a qualidade das decisões contábeis e de auditoria, desenvolvendo estudos quanto à tomada de decisão contábil, envolvendo contabilistas, auditores e usuários de informações contábeis, bem como analisar fatores que podem contribuir para a qualidade das decisões. Como o comportamento de tomada de decisão é uma função das características da tarefa, das características do tomador de decisão e da interação entre essas características, as pesquisas contábeis de tomada de decisão devem incluir tanto o tomador de decisão quanto as decisões tomadas (Peters, 1993).

De acordo com Zohar (2002), o estilo de liderança adotado por uma organização pode influenciar o clima de trabalho dos funcionários, devido à interação disposta entre ambos. Segundo Goulart Júnior e Lipp (2011), o líder pode possuir estilos de comportamento, tais como democrático e autocrático. O líder autocrático possui uma conduta autoritária, centralizando o poder, com a determinação de políticas e sem a participação do grupo. Este estilo de liderança pode produzir dimensões negativas, como tensão, frustração e insatisfação entre os membros do grupo de trabalho.

Quanto ao estilo de liderança democrática, observa-se a descentralização de poder, com o envolvimento dos funcionários no processo de tomada de decisão, o que favorece a formação de grupos de amizade e bons relacionamentos; além disso, este estilo é apoiador a apresentação de *feedbacks* para a busca do sucesso organizacional (Goulart Júnior & Lipp, 2011). No contexto da auditoria, Pratt e Jiambalvo (1981) e Apostolou et al. (1993) descrevem que os diferentes comportamentos decorrentes do estilo de liderança podem influenciar direta ou indiretamente o desempenho da equipe de auditoria. Neste contexto, o auditor interno pode experimentar diferentes consequências de acordo com o perfil do líder, e, dessa forma, influenciar o julgamento e tomada de decisão de suas atividades.

O comportamento do líder pode apresentar efeitos diversos sobre o desempenho do auditor, visto sua capacidade de afetar a satisfação pessoal, motivação e relações interpessoais da equipe de auditoria, o que, por sua vez, pode afetar o desempenho. A identificação dos efeitos do superior sobre o desempenho da equipe de auditoria pode fornecer uma estrutura para o desenvolvimento de programas de treinamento de auditoria (Pratt & Jiambalvo, 1981). Neste sentido, observa-se o potencial que a liderança superior tem para influenciar o julgamento e tomada de decisão do subordinado.

A liderança pode influenciar grupos a atingir metas, motivá-los a ter melhor desempenho, inspirar seguidores, e, no campo da auditoria interna, pode impactar na eficácia desta (Mas & Barac, 2018). Para Suputra e Widhiyani (2020), a liderança que influencia a auditoria pode impactar na qualidade do trabalho, na coordenação e na cooperação.

Mas e Barac (2018) analisaram a eficácia da auditoria interna com o efeito de estilos de liderança de executivos chefe da auditoria, constatando que a liderança (como transformacional, transacional) pode não ser apropriada/compatível com líderes de equipes profissionais em um ambiente regulamentado. Suputra e Widhiyani (2020) analisaram, dentre alguns fatores, o estilo de liderança de auditores independentes e o efeito no comprometimento e desempenho da equipe, observando que o estilo de liderança transformacional reforça o efeito positivo do comprometimento organizacional no desempenho do auditor.

Assim, neste contexto de estilos de liderança, os superiores da auditoria interna podem representar um fator importante de observação, devido à sua possível influência na tomada decisão do auditor. Deste modo, delimita-se a hipótese 1 de pesquisa:

**H<sub>1</sub>: O estilo de liderança autocrático do diretor financeiro influencia significativamente o julgamento e tomada de decisão dos auditores internos.**

Postulou-se a hipótese 1 no intuito de verificar a possibilidade de quando o auditor interno possuir um líder autocrático, por receio de receber consequências negativas ou retaliação, comprometer a tomada de decisão mais adequada e correta frente a uma situação de adversidade.

## 2.2 Subordinação, Julgamento e Tomada de Decisão na Auditoria Interna

A subordinação no contexto de trabalho pode estar associada à estrutura e à cultura organizacional. Estas estruturas organizacionais de controle podem ser divididas em burocráticas e de clã. As estruturas burocráticas da empresa consistem em um conjunto de regras, políticas e supervisão para orientar os trabalhos; já o controle de clã enfatiza processos de socialização de formação informal, experiência de trabalho e processos organizacionais. O controle burocrático é imposto pelos superiores, enquanto o controle de clã é aplicado pelos colegas de trabalho do mesmo nível e que podem gerar subordinação entre estes (Johnson et al., 2016).

Carpenter e Reimers (2013) argumentam que os controles burocráticos e/ou de clã além de gerar o contexto de subordinação, podem impulsionar pressões para a obediência no trabalho. O comportamento do subordinado pode ser afetado neste contexto de subordinação, podendo comprometer a eficiência das atividades e a qualidade de comunicação entre superior e subordinado.

Hall e Halberstadt (1994) afirmam que a subordinação gerada no contexto de trabalho é complexa de se compreender, visto que não somente o controle de uma pessoa sobre a outra devido à estrutura organizacional pode gerar a subordinação, sendo que há outras formas de se gerar a mesma. Dentre estas outras formas, de acordo com os autores, a subordinação de uma pessoa pode variar de acordo com seus antecedentes pessoais, expectativas, cultura, entre outros, tanto do subordinado quanto do grupo de referência que o controla. Desta forma, uma maneira de auxiliar na identificação da subordinação é a análise do sentimento que um indivíduo possui em relação às estruturas subjetivas ou objetivas que são impostas a ele.

Também, a pressão para a obediência é um indicativo de subordinação, visto ser uma forma de poder coercitivo que os superiores possuem sobre seus subordinados, fazendo estes mudarem seu comportamento, devido a ameaças de punição implícita ou explícita, tal como redução de algum benefício de carreira (Johnson et al., 2016). Johnson et al. (2016) destacam que qualquer profissional subordinado pode sentir a pressão para a obediência, até mesmo auditores internos podem se sentir obrigados a cumprir diretivas antiéticas, com receio de o superior prejudicar sua carreira na empresa caso não ceda à pressão para obediência de seus superiores.

Neste sentido, no contexto da auditoria interna, a fim de identificar possíveis pressões para obediência, deve-se observar inicialmente a quem o auditor se encontra subordinado e qual perfil este superior possui. De acordo com Tamošiūnienė e Savčuk (2007), a auditoria interna pode ter subordinação funcional do Comitê de Auditoria ou do conselho independente, como o fiscal, ou também pela perspectiva da estrutura de propriedade, pode ser subordinado a outros órgãos da administração, como diretor financeiro, por exemplo. A auditoria interna, por mais que seja subordinada a algum órgão na empresa, trabalhando como *staff* ou órgão de linha, não deve ter sua independência prejudicada para o julgamento e tomada de decisão na realização de seus trabalhos.

A auditoria interna realiza melhorias nos sistemas de governança, concede aos usuários externos a salvaguarda dos ativos da empresa, a credibilidade aos relatórios, bem como auxilia a auditoria externa (Cattrysse, 2002). Deste modo, por mais que a auditoria interna seja um órgão subordinado na empresa, deve atuar de forma independente para realizar julgamento e tomada de decisão em suas atividades, sem ceder a pressões por obediência (Tamošiūnienė & Savčuk, 2007).

De acordo com a Teoria da Agência, alguns agentes munidos pelo oportunismo, podem exigir ações não éticas na empresa (Eisenhardt, 1989), e, caso estes agentes sejam superiores da auditoria interna, podem desejar ações não éticas desta, podendo fazer com que a auditoria interna perca sua essência de atuação na empresa. De acordo com Cattrysse (2002), esta essência de atuação da auditoria interna refere-se à concessão de credibilidade por seu trabalho rígido e ético no auxílio ao combate a erros e fraudes nos controles internos e relatórios, desempenhando suas tarefas com cuidado, prudência e dedicação, a fim de proporcionar aos usuários a garantia razoável que esperam.

Deste modo, vislumbra-se a importância de a auditoria interna manter sua independência e objetividade na empresa, não cedendo à pressão por obediência, por ser considerada um órgão subordinado (Goodwin & Yeo, 2001), realizando seu julgamento e tomada de decisões de acordo com diretrizes e normas éticas. A auditoria interna deve ser uma garantia do cumprimento dos objetivos da organização, por meio de uma abordagem sistemática e disciplinada para avaliar e melhorar a eficácia dos controles, a gestão de risco e o processo de governança, agregando valor à empresa (Instituto De Auditores Internos – IIA, 1999).

Hoos et al. (2015) investigaram os auditores internos subordinados a “dois senhores”, sendo o chefe do comitê de auditoria e a administração e a tensão que esta situação gera em seu trabalho. Com experimento em que modelaram níveis baixos, médio e alto de ambiguidade de papéis e trabalhos, observaram que a subordinação à administração pode influenciar o julgamento dos auditores internos, e, principalmente, quando a ambiguidade da tarefa é alta.

Eulerich et al. (2017) analisaram como as atividades da função de auditoria interna diferem, dependendo do impacto dos conselhos executivos e dos comitês de auditoria, constatando influência da subordinação do trabalho. Gimbar et al. (2018) no contexto da auditoria independente analisaram comunicações (presenciais ou não) entre subordinados durante a revisão dos trabalhos, em que observaram que a discussão presencial é realizada quando o subordinado é considerado “abaixo da média”.

Deste modo, com base no exposto sobre a pressão para a obediência que o auditor interno pode sofrer, devido à subordinação ao órgão administrativo da empresa, destaca-se a hipótese 2 de pesquisa:

**H<sub>2</sub>: A pressão para obediência em um contexto de subordinação influencia significativamente o julgamento e tomada de decisão dos auditores internos.**

### 3. Procedimentos Metodológicos

A presente pesquisa enquadra-se como descritiva e quantitativa, em relação aos procedimentos enquadra-se como quase-experimental. A pesquisa descritiva detalha características da população estudada no intuito de identificar as relações possíveis entre as variáveis a serem analisadas (Gil, 2010; Gray, 2012; Coope & Schindler, 2013). A pesquisa quantitativa é caracterizada pela utilização de instrumentos estatísticos, presentes tanto na coleta quanto no próprio tratamento dos dados (Gil, 2002; Raupp & Beuren, 2006; Gil, 2010; Gray, 2012; Coope & Schindler, 2013). A pesquisa quase-experimental, essencialmente, tem os mesmos objetivos da pesquisa experimental, que são: identificar um objeto de estudo, selecionar as variáveis capazes de influenciá-lo e definir as formas de controle e de observação dos efeitos que a variável produz no objeto (Gil, 2002; Gray, 2012; Coope & Schindler, 2013). A diferença entre os grupos experimentais é apresentada em documento complementar no item (i).

### 3.1 Participantes

Participaram do quase-experimento 167 auditores, 13 foram excluídos da amostra por não serem considerados válidos, o que resultou na amostra de 154 auditores internos que atuavam em empresas de diversos segmentos. O contato com os auditores internos foi feito por meio do LinkedIn, um filtro dos integrantes do grupo do Instituto dos Auditores Internos do Brasil (Audibra) ajudou a identificar os profissionais. Após a localização dos possíveis participantes da pesquisa, foi feito o envio do convite e, posteriormente, realizado o envio de um texto e um *link* de acesso ao caso a ser analisado. Os participantes foram convidados a considerar um caso hipotético, desenvolvido exclusivamente para esta pesquisa, sendo assim, não precisaram fornecer informações sobre a empresa em que trabalhavam.

### 3.2 Design Experimental

Neste artigo, o *design* experimental é formado por duas variáveis independentes: Estilo de Liderança (EL) e Subordinação da auditoria interna pelo diretor financeiro (SUB); assim, uma fatorial 2x3 é desenvolvida para apresentar os níveis das variáveis. O estilo de liderança apresenta dois níveis: democrática e autocrática; a subordinação apresenta 3 níveis: concordância da irregularidade, questionamento da irregularidade e rejeição da irregularidade. Diante disso, 6 grupos foram formados; e, destes, foram determinados como grupo de controle a liderança democrática e a concordância do diretor financeiro. Desta forma, os cinco restantes grupos, foram considerados como experimentais.

### 3.3 Instrumento e Coleta dos Dados

Um instrumento de pesquisa foi desenvolvido usando como base o estudo de Dezoort, Hermanson e Houston (2003), em que algumas questões do instrumento de Dezoort et al. (2003) foram adaptadas, e novas questões foram adicionadas e testadas para serem consideradas válidas para a pesquisa. A validade das questões foi realizada por meio de um pré-teste com 6 especialistas, sendo estes professores pesquisadores da área de gestão. Com o instrumento pronto, os auditores foram convidados a participar da pesquisa que tiveram acesso por um *link* do Google Docs.

O instrumento completo foi formado por duas partes, a primeira consistia em questões de dados demográficos, tais como: idade, sexo e a quantidade de anos que trabalhavam com auditoria interna. A segunda parte consistia em apresentar informações sobre a empresa hipotética sob a qual os auditores deveriam se imaginar trabalhando, bem como o caso de irregularidade que seria analisado por estes. Como descrito, havia 6 condições diferentes para a segunda parte do instrumento, em que a especificação dos casos e a apresentação destas condições são feitas na próxima seção.

A operacionalização dos envios do instrumento foi realizada inicialmente pela busca dos profissionais no LinkedIn. Depois, de posse de uma lista de nomes de profissionais, a coleta foi iniciada, em que foram divididos estes em grupos para aproximar o número de envios de forma homogênea nas 6 condições. O controle de respondentes e novos envios do instrumento foram feitos manualmente, até atingir um número considerado suficiente para a pesquisa. Este quase-experimento teve a aprovação do comitê de ética da plataforma Brasil pelo código CAAE: 67870317.6.0000.5370 para posterior aplicação aos auditores. A coleta de dados foi realizada no período de junho a setembro do ano de 2017.

### 3.4 O caso

Os auditores internos foram convidados a considerar um caso de uma empresa hipotética e que trabalhavam nela, e receberam informações de situações de irregularidade que seu superior imediato havia realizado. O superior imediato refere-se a um diretor financeiro, o qual possui influência e poder de decisão na empresa (líder). O caso foi pautado em um cenário em que o auditor interno da empresa era responsável por rever as ações do diretor financeiro, que também era seu superior imediato. Desta forma, quando o auditor interno analisa as ações do diretor financeiro, verifica uma situação de irregularidade, sobre a qual deveria realizar o julgamento e tomada de decisão e apontar estas irregularidades para o conselho fiscal por meio de um relatório de irregularidades.

Os participantes foram divididos nos grupos determinados pelo *design* experimental, sendo dois estilos de liderança dos diretores financeiros: liderança democrática e liderança autocrática. Depois de serem distribuídos entre os dois grupos de liderança (autocrático ou democrático), os participantes recebiam as informações do caso que mencionava que o relatório de irregularidade feito por ele seria repassado ao seu superior imediato inicialmente, para posterior encaminhamento ao conselho fiscal, o qual possui papel de fiscalização dos controles da empresa e aprovação das contas. O diretor financeiro analisa o relatório desenvolvido pelo auditor e tem uma das três opiniões: concordo com o apontamento das irregularidades; questiono o relatório com o apontamento das irregularidades; ou rejeito o relatório com o apontamento das irregularidades. A opinião do diretor financeiro (aceita, questiona ou rejeita) tem por intuito analisar a pressão para obediência exercida sobre o auditor interno neste contexto de subordinação.

Conforme apresentado pelo *design*, os auditores participantes eram direcionados a um dos 6 grupos de casos, os quais se diferenciam pelo estilo de liderança e opinião do diretor financeiro, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1

#### Casos distribuídos aos auditores internos

Caso	Tipo de liderança	Atitude do diretor financeiro
1	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança democrática</b> ...	... tiveram a <b>concordância</b> do diretor financeiro sobre o relatório.
2	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança democrática</b> ...	... tiveram o <b>questionamento</b> do diretor financeiro sobre o relatório.
3	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança democrática</b> ...	... tiveram a <b>rejeição</b> do diretor financeiro sobre o relatório.
4	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança autocrática</b> ...	... tiveram a <b>concordância</b> do diretor financeiro sobre o relatório.
5	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança autocrática</b> ...	... tiveram o <b>questionamento</b> do diretor financeiro sobre o relatório.
6	Auditores internos prepararam relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob <b>liderança autocrática</b> ...	... tiveram a <b>rejeição</b> do diretor financeiro sobre o relatório.

Fonte: dados da pesquisa.

O primeiro grupo “(1) Auditores que realizaram relatório de irregularidade do diretor financeiro, sob liderança democrática e tiveram a concordância do diretor financeiro sobre o relatório” foi determinado como grupo de controle, devido à interseção da liderança democrática e à concordância do diretor financeiro no mesmo grupo, as quais são variáveis de controle. Desta forma, os cinco restantes grupos foram considerados como experimentais.

Depois de receber um dos casos constantes no quadro, os auditores precisavam responder em uma escala de 0 a 10 sobre o reporte ou não do relatório de irregularidade ao conselho fiscal. A escala mais perto de 0 correspondia ao não reporte do relatório para o conselho fiscal e a escala mais próxima de 10 correspondia ao reporte do relatório ao conselho fiscal. Também, fora observado o tempo de tomada de decisão em relação a este caso como uma variável que poderia captar a intenção do reporte do relatório, pois demanda a reflexão deste frente ao caso.

Com o intuito de explicitar detalhes, apresenta-se na Tabela 2, um modelo de caso aplicado aos participantes.

Tabela 2

### Modelo do caso aplicado aos participantes

#### CASO DA WAREHAM MANUFACTURING S.A.

Você é um membro da auditoria interna da empresa Wareham Manufacturing, em que se encontra satisfeito com o emprego, com o salário e benefícios, clima organizacional, especialmente com os pares e possui tendência de projeção na empresa. Wareham é uma empresa de capital aberto que fabrica e distribui telefones celulares para varejistas em quase todo o Brasil. A empresa é auditada pela mesma Firma Big 4 pelos últimos 5 anos e sempre emitiu relatórios não modificados de auditoria.

Wareham acaba de completar o exercício social e ao realizar a análise dos controles internos, você constatou irregularidades realizadas no departamento do diretor financeiro, sendo que o diretor financeiro em ordem de hierarquia organizacional encontra-se como seu superior imediato, em que é conhecido por sua forma de liderança: DEMOCRÁTICO, ou seja, é um líder que promove os bons relacionamentos, possui descentralização de poder, e é apoiador a apresentação de *feedbacks* para a busca do sucesso organizacional.

AUTOCRÁTICO, ou seja, é um líder com uma conduta autoritária, centralizando o poder, que inibe a participação dos funcionários no processo de tomada de decisão.

(Obs. dos autores: foi apresentado um estilo de liderança do diretor financeiro para cada participante).

Assim, você realizou um relatório sobre a irregularidade feita no departamento do diretor financeiro, em que é apresentado para este inicialmente para seu conhecimento e também devido ao respeito à ordem hierárquica e posteriormente ao conselho fiscal, órgão cujo papel é fiscalizar os controles da empresa e aprovar as contas da empresa perante os acionistas. Lembre-se que você é auditor interno e é responsável por rever as ações do diretor financeiro, da contabilidade e tesouraria. Apresenta-se a seguir o resumo do relatório com a irregularidade, elaborado por você: “O diretor financeiro aprovou sem declaração por escrito, o que infringe as políticas da empresa, a compra de um imóvel no valor de R\$ 1.500.000,00, extrapolando o valor disponível no orçamento em 40%”. Em posse deste relatório, você o encaminhou para o diretor financeiro, que é seu superior imediato, sendo que foi o departamento do diretor financeiro o responsável pela realização desta irregularidade. Por conseguinte, o diretor financeiro analisou este relatório e lhe deu a seguinte resposta: (OBS dos autores: a seguir são apresentadas as respostas dadas pelo diretor financeiro, sendo que para cada participante fora repassado somente um tipo de resposta considerando o estilo de liderança).

“Concordo com o relatório feito sobre a irregularidade encontrada em meu departamento”;

“Questiono o relatório feito sobre a irregularidade encontrada em meu departamento. Quais pressupostos foram utilizados para basear esta irregularidade?”

“Rejeito o relatório feito sobre a irregularidade encontrada em meu departamento. Não procede esta irregularidade.”

Deste modo, diante desta situação de irregularidade encontrada por você e a resposta dada pelo diretor financeiro, pondere em uma escala de 0 a 10, o reporte ou não deste relatório de irregularidade ao conselho fiscal, sendo que 0 representa o não reporte do relatório e 10 representa o reporte do relatório. Ainda, considere que esta decisão é exclusivamente sua, não podendo trocar informações acerca desta situação com demais funcionários da empresa. Nota de 0 a 10 sobre o reporte ou não do relatório de irregularidade:

Descreva com suas palavras o motivo da sua decisão (nota de 0 a 10) quanto ao reporte da irregularidade ao conselho fiscal.

Fonte: adaptado do caso de Dezoort et al. (2003).

### 3.5 Variáveis do estudo

Com base na aplicação dos casos aos participantes, foram oportunizadas informações necessárias para a pesquisa, as quais são discriminadas na Tabela 3.

Tabela 3

#### Variáveis da pesquisa

Variáveis	Descrição	Autores
<b>Variável Dependente</b>		
Reporte do relatório (REP)	Variável que discrimina em uma escala de 0 a 10, o reporte do relatório de irregularidades ao conselho fiscal originado pelo julgamento e tomada de decisão, sendo que 0 representa o não reporte e 10 representa reporte.	Dezoort et al. (2003).
Tempo (TTD)	Corresponde ao tempo do experimento a partir da análise do caso (sem considerar as perguntas demográficas), que os auditores internos utilizaram para refletir, realizar o julgamento e tomada de decisão e justificar sua decisão.	Criado pelos autores
<b>Variáveis Independentes</b>		
Estilo de Liderança (EL)	Variável categórica com a discriminação do estilo de liderança do diretor financeiro, sendo 0 para liderança democrática e 1 para liderança autocrática.	Apostolou et al. (1993) Zohar (2002) Goulart Júnior e Lipp (2011)
Subordinação da auditoria interna pelo diretor financeiro (SUB)	Variável categórica com a discriminação da opinião do diretor financeiro, em que 1 representa concordância da irregularidade, 2 representa questionamento da irregularidade e 3 representa rejeição da irregularidade.	Adaptado de Dezoort et al. (2003).
<b>Variáveis de Controle</b>		
Idade (Id)	Variável categórica que representa a faixa etária do participante, em que 1 representa a faixa de 18 a 22 anos, 2 representa a faixa de 23 a 29 anos, 3 representa a faixa de 30 a 39 anos, 4 representa a faixa de 40 a 49 anos, 5 representa a faixa de 50 a 59 anos, 6 representa a faixa de mais de 60 anos	
Gênero (Gn)	Variável categórica do gênero do respondente, sendo que 0 representa a não identificação do gênero, 1 representa o gênero feminino e 2 representa o gênero masculino.	
Experiência (Ex)	Variável categórica que representa em anos a experiência do participante com auditoria interna em que 1 representa o período de até 1 ano, 2 representa o período de 2 a 5 anos, 3 representa o período de 6 a 10 anos, 4 o período de 11 a 15 anos, 5 o período de 16 a 20 anos, 6 representa acima de 20 anos e 7 não trabalho.	
Escolaridade (Es)	Variável categórica de escolaridade, sendo que 1 corresponde a Superior Incompleto, 2 representa Superior Completo, 3 representa Especialização Incompleta, 4 representa Especialização Completa, 5 representa Mestrado, 6 representa doutorado, 7 representa Pós-doutorado, e a opção Outro, corresponde a uma questão aberta para os respondentes indicarem caso não tenha sido nenhuma das questões anteriores.	

Fonte: dados da pesquisa.



### 3.6 Análise dos Dados

A análise dos dados foi realizada por meio de técnicas estatísticas, tais como análise de frequência, teste ANOVA, T de médias e regressão linear múltipla. A análise de frequência possibilitou a apresentação da tendência das informações e respostas dos participantes. O teste ANOVA e T de médias possibilitaram a comparação da média das respostas do reporte do relatório financeiro ao conselho fiscal pelos auditores internos, quando havia estilos de liderança diferentes e opiniões do diretor financeiro (concorda, questiona e rejeita), que representa o contexto de subordinação, em que estes testes correspondem à principal metodologia para obtenção dos resultados. Além disso, utilizou-se de regressão linear múltipla com objetivo de análises complementares.

## 4. Descrição e Análise dos Resultados

Apresenta-se nesta seção a descrição e análise dos dados, em que primeiramente demonstra-se a frequência das variáveis; em seguida, apresenta-se o Teste ANOVA e T de média entre os grupos de liderança e subordinação em relação ao reporte do relatório e tempo de tomada de decisão. Por fim, observa-se o resumo da regressão linear múltipla. Na Tabela 4, demonstra-se a frequência das variáveis.

Tabela 4

#### Frequência das variáveis

REP	Frequência	Percentual	TTD	Frequência	Percentual
1	2	1,30	Até 5	71	46,10
3	2	1,30	De 6 a 10	58	37,66
5	10	6,49	De 11 a 15	16	10,4
6	1	0,65	De 16 a 20	5	3,25
7	10	6,49	De 21 a 30	2	1,3
8	11	7,14	De 31 a 40	1	0,65
9	5	3,25	De 41 a 50	0	0
10	113	73,38	De 51 a 60	1	0,65
<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>
ID	Frequência	Percentual	GN	Frequência	Percentual
2	55	35,71	0	2	1,3
3	74	48,05	1	26	16,88
4	19	12,34	2	126	81,82
5	6	3,90	<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>
<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>	ES	Frequência	Percentual
EX	Frequência	Percentual	1	2	1,30
1	13	8,44	2	45	29,22
2	58	37,66	3	26	16,88
3	61	39,61	4	67	43,51
4	17	11,04	5	13	8,44
5	5	3,25	6	1	0,65
<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>	<b>Total</b>	<b>154</b>	<b>100</b>

Fonte: dados da pesquisa.

A tabela revela que a variável REP (escore do reporte do relatório de irregularidade) apresentou maior frequência (113) para o reporte de nível máximo de 10. Percebe-se que a maioria dos auditores internos analisados tomou a decisão de reportar o relatório de irregularidade ao conselho fiscal. Observa-se pela frequência das categorias com reporte menor, como de 1 a 5, que 6,49% dos auditores internos demonstraram baixa intenção em reportar o relatório de irregularidades, o qual apresentava inconsistências realizadas por seu superior imediato.

Quanto ao tempo de tomada de decisão (TTD) dos auditores internos em relação ao reporte ou não do relatório, constatou-se que a maior frequência foi de até 5 minutos para tomar a decisão. Constatou-se também, devido ao valor máximo, que alguns auditores refletiram em até 60 minutos acerca da decisão a ser tomada. Em relação à idade (Id), verifica-se que a maior frequência foi na categoria 3, a qual se refere à faixa etária de 30 a 39 anos. Também, quanto ao gênero (Gn), a maior frequência foi na categoria 2, que representa o sexo masculino, observando-se a predominância de auditores do gênero masculino como participantes da pesquisa.

A experiência (Ex) demonstrou maior frequência na categoria 3, o que revelou que a maioria dos auditores internos respondentes da pesquisa possuem experiência em torno de 6 a 10 anos na área de auditoria interna. Quanto à escolaridade (Es), a maior frequência foi na categoria 4, o que revela que a maioria dos auditores internos apresentaram uma especialização completa. Assim, dadas às características dos participantes da pesquisa, apresenta-se nas próximas tabelas a diferença de média da escala de reporte e tempo de tomada de decisão dos auditores internos.

Tabela 5

**ANOVA dos grupos liderança e subordinação em relação ao reporte do relatório**

Teste	Experiência
Teste ANOVA	1,040
Sig.	0,396

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 5, observa-se o teste ANOVA para a diferença de médias do reporte do relatório de irregularidades entre os 6 grupos, os quais referem-se à liderança e à subordinação, demonstrando não haver diferenças estatisticamente significantes. Este resultado sugere que quando se refere aos seis diferentes grupos e ao tipo de liderança, os resultados não demonstraram diferença significativa do reporte em relação às opiniões do diretor financeiro de aceito, questiono ou nego o relatório do auditor interno.

Deste modo, não houve a necessidade de observar o teste de Scheffe, o qual demonstra a diferença de médias entre os grupos, de modo a identificar qual grupo sofreria maior impacto em relação ao tipo de liderança. Apresenta-se na Tabela 6 o Teste ANOVA para os grupos de liderança e subordinação, com a análise do tempo de tomada de decisão para o reporte do relatório de irregularidade.

Tabela 6

**ANOVA dos grupos liderança e subordinação em relação ao tempo de tomada de decisão**

Teste	Experiência
Teste ANOVA	37,973
Sig.	0,000*

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

Constatou-se, de acordo com a Tabela 6, que o teste ANOVA apresentou significância estatística, o que revela que entre os grupos analisados houve diferença quanto ao tempo necessário para os auditores tomarem a decisão do reporte. Assim, adicionalmente foi realizado o Teste de Scheffe apresentado na Tabela 7, a fim de observar em quais grupos que se constataram diferenças de médias de tempo.

Tabela 7

**Diferença de média entre os grupos liderança e subordinação em relação ao tempo**

(I) Seleção	(J) Seleção	Diferença média (I-J)	Sig.
1 (democrático e atitude do diretor concordância)	2 (democrático e atitude do diretor questionamento)	-1,3403	0,9360
	3 (democrático e atitude do diretor rejeição)	-2,2770	0,5799
	4 (autocrático e atitude do diretor concordância)	-3,8857	<b>0,0456*</b>
	5 (autocrático e atitude do diretor questionamento)	-6,4849	<b>0,0000*</b>
	6 (autocrático e atitude do diretor rejeição)	-14,5924	<b>0,0000*</b>

\*\* . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

Pode-se observar na Tabela 7 que as diferenças de tempo para os auditores tomarem a decisão de reporte foi definida especialmente pelo estilo de liderança. Foram encontradas diferenças pelo grupo 1, o qual se refere ao de controle (liderança democrática e aceite do diretor financeiro) em relação aos grupos 4, 5 e 6, os quais possuem em comum a liderança autocrática. Constatada a diferença de tempo entre os grupos (tabela 5), apresenta-se na Tabela 8 o Teste ANOVA para identificar possíveis diferenças dos grupos em relação às três opiniões do diretor financeiro, em que a variável de teste foi o reporte do relatório de irregularidades.

Tabela 8

**ANOVA dos grupos de subordinação em relação ao reporte do relatório**

Teste	Experiência
Teste ANOVA	0,448
Sig.	0,640

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\* . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 8, verificou-se que o teste ANOVA não se demonstrou estatisticamente significativo, o que revela que a escala de reporte do relatório de irregularidades entre os auditores internos não variou conforme a subordinação entre o superior imediato e a auditoria interna. Assim, estes achados apontam que, independentemente da resposta dada pelo diretor, em concordância, questionamento ou negação (que revela a subordinação), os auditores não observavam tais critérios de modo a influenciar seu julgamento e tomada de decisão para reportar ou não o relatório de irregularidades ao conselho. Devido a tais achados, não se observou o Teste de Scheffe.

Em seguida, demonstra-se na Tabela 9 o teste ANOVA para os três grupos de subordinação, sendo que foi realizada a análise em relação ao tempo de tomada de decisão dos auditores internos.

Tabela 9

**ANOVA dos grupos de subordinação em relação ao tempo de tomada de decisão**

Teste	Experiência
Teste ANOVA	18,949
Sig.	0,000*

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 9, constatou-se a significância do teste ANOVA em relação aos parâmetros de teste. Com a significância apresentada no modelo, determina-se que há diferença de tempo entre os grupos devido à subordinação, o que determinou a realização do Teste de Scheffe para identificação de quais grupos se apresentavam com diferença de tempo de tomada de decisão, a qual é relatado na Tabela 10.

Tabela 10

**Diferença de média entre grupos de subordinação em relação ao tempo de tomada de decisão**

(I) Seleção	(J) Seleção	Diferença média (I-J)	Sig.
1 (democrático e atitude do diretor concordância)	2	-2,458	0,099
	3	-6,947	<b>0,000*</b>
2(democrático e atitude do diretor questionamento)	1	2,458	0,099
	3	-4,489	<b>0,001*</b>
3(democrático e atitude do diretor rejeição)	1	6,947	<b>0,000*</b>
	2	4,489	<b>0,001*</b>

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se que o grupo de controle que considera o aceite do diretor financeiro quanto ao relatório demonstrou diferença significativa com os grupos de rejeição e questionamento, desconsiderando a liderança do líder para esta análise. Além deste, observou-se também que o grupo 2, o qual apresentava o questionamento do diretor financeiro quanto ao relatório de irregularidade, também demonstrou diferença significativa com o grupo de rejeição do diretor, sem considerar a liderança.

Assim, pode-se inferir que os auditores internos refletiram um maior tempo para tomar a decisão de reportar ou não o relatório ao conselho fiscal, quando a opinião do diretor financeiro era de rejeição do relatório, comparativamente aos casos de aceite e aos casos de questionamento, o que revela indícios da influência da subordinação do auditor interno.

Apresenta-se na Tabela 11 a diferença de médias do reporte do relatório em relação aos grupos de liderança do diretor, sendo democrático e autocrático.

Tabela 11

**Diferença de média entre grupos de liderança em relação ao reporte do relatório**

Teste t					
Dados	Grupo	Quant.	Média	T	Sig.
REP	Democrático	80	9,3625	2,0200	0,0453*
	Autocrático	74	8,7568		

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 11, pode-se constatar que o escore de reporte do relatório de irregularidades demonstrou-se maior quando os auditores internos apresentavam liderança do tipo democrática, do que autocrática, sendo este resultado estatisticamente significativo. Este resultado revela que a liderança autocrática pode inibir os auditores internos em suas opiniões quanto às irregularidades. De todo o modo, cabe ressaltar que, mesmo com liderança autocrática, os auditores internos decidiram reportar o relatório, porém em menor nível, do que quando apresentavam liderança democrática. Assim, entende-se, com base nos resultados, que líderes autocráticos interferem negativamente no âmbito da transparência e da solução de irregularidades.

Na Tabela 12, apresenta-se a diferença de tempo quanto à tomada de decisão de reporte do relatório de irregularidades, em relação aos grupos de estilo de liderança democrático e autocrático.

Tabela 12

**Diferença de média entre grupos de liderança em relação ao tempo de tomada de decisão**

Teste t					
Dados	Grupo	Qnt.	Média	T	Sig.
TTD	Democrático	80	4,138	-8,0087	0,0000*
	Autocrático	74	11,351		

\*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

\*\*. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 12, que há uma diferença significativa do tempo de tomada de decisão, quando são analisados os estilos de liderança. Assim, os auditores internos com superior com estilo de liderança autocrático refletiram e demoraram mais para decidir quanto ao reporte ou não do relatório, uma vez que estariam ponderando as consequências de reportar tais atitudes. Sabe-se que líderes autocráticos tendem a gerar consequências negativas em uma organização, devido à sua forma de gerir os problemas. Assim, infere-se que os auditores internos pensaram mais nesta ocasião a fim de balancear os prós e contras de sua atitude e o impacto que teria em sua carreira profissional na empresa.

Observada a diferença de médias do escore de julgamento e tomada de decisão sobre o reporte do relatório de irregularidades e o tempo de tomada de decisão entre os grupos de liderança e subordinação, apresenta-se, na Tabela 13, a influência das variáveis de teste e de controle no reporte do relatório de irregularidades.

Tabela 13

**Resumo da regressão linear múltipla da equação 1 - influência das variáveis de teste e de controle no reporte do relatório de irregularidades**

Variáveis	Coef.	Sig.	VIF
(Constante)	7,500	0,000	-
Estilo de liderança (EL)	-0,079	0,797	1,017
Subordinação (SUB)	-0,023	0,901	1,048
Idade (Id)	0,185	0,395	1,264
Gênero (Gn)	0,318	0,387	1,071
Experiência (Ex)	-0,031	0,870	1,249
Escolaridade (Es)	0,192	0,209	1,094
Durbin Watson		1,872	
R <sup>2</sup> equação:		0,029	
Sig equação:		<b>0,634</b>	
Nº Observações		154	

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 13, que o modelo não se demonstrou significativo (0,634), ou seja, o estilo de liderança do superior (EL), subordinação (SUB), idade (Id), gênero (Gn), experiência (Ex) e escolaridade (Es) do auditor interno não influenciaram significativamente quanto ao julgamento e tomada de decisão do nível de reporte do relatório de irregularidades ao conselho fiscal. De todo o modo, cabe salientar que as relações, mesmo não sendo significativas, se demonstraram conforme o esperado, de que quanto maiores a subordinação (-0,023) e o estilo autocrático de liderança (-0,079), menor tende a ser o nível de reporte de irregularidades ao conselho competente. Apresenta-se, na Tabela 14, a influência das variáveis de teste e de controle no tempo de tomada de decisão do reporte.

Tabela 14

**Resumo da regressão linear múltipla da equação 2 - influência das variáveis de teste e de controle no tempo de tomada de decisão do reporte**

Variáveis	Coef.	Sig.	VIF
(Constante)	8,8904	0,0042	
<b>Estilo de liderança (EL)</b>	<b>1,7721</b>	<b>0,0846***</b>	<b>1,0170</b>
Subordinação (SUB)	-0,5053	0,4196	1,0479
Idade (Id)	0,8087	0,2676	1,2640
Gênero (Gn)	1,6797	0,1720	1,0708
<b>Experiência (Ex)</b>	<b>-1,9116</b>	<b>0,0026*</b>	<b>1,2486</b>
Escolaridade (Es)	-0,4464	0,3814	1,0941
Durbin Watson		1,937	
R <sup>2</sup> equação:		0,095	
Sig equação:		<b>0,021**</b>	
Nº Observações		154	

\* Significativo a 1%; \*\* Significativo a 5%; \*\*\* Significativo a 10%.

Fonte: dados da pesquisa.

Constata-se, de acordo com a Tabela 14, que o modelo apresentou-se estatisticamente significativo, com explicação de 9% da variável dependente de tempo de tomada de decisão. Em relação às variáveis significativas, constatou-se que o estilo de liderança (EL) influenciou para o aumento do tempo de tomada de decisão. Assim, os auditores no contexto de liderança autocrática demoraram mais tempo para tomar a decisão do reporte do relatório. Também, constatou-se que a experiência (Ex) influenciou significativamente na redução do tempo de tomada de decisão, ou seja, quanto maior a experiência dos auditores internos mais rapidamente decidiram sobre o reporte.

Em relação às demais variáveis, constatou-se que a subordinação (SUB), idade (Id), gênero (Gn) e escolaridade (Es) não influenciaram significativamente no tempo de tomada de decisão dos auditores internos para o reporte das recomendações.

De maneira geral, com base nos resultados dos testes de médias (ANOVA) constatou-se que a liderança autocrática interferiu no tempo de tomada de decisão. Ainda, a subordinação observada pela opinião do diretor financeiro de rejeitar o relatório interferiu no tempo da tomada de decisão do auditor, fazendo com que os auditores refletissem mais em comparação com os grupos que tiveram o aceite ou questionamento do diretor. Constatou-se que o grupo que teve liderança democrática apresentou maior escore do reporte das recomendações e demorou menos tempo nesta decisão, em relação ao grupo de liderança autocrática. Também, se observou que quando os auditores sofreram liderança autocrática tenderam a demorar significativamente mais tempo para a tomada de decisão do reporte e, que quanto maior a experiência dos auditores internos, mais rapidamente se decidiu acerca do reporte do relatório.

Como teste complementar foram analisadas as relações por meio do teste de regressão, não se observando influência significativa do estilo de liderança e subordinação no nível de reporte do relatório da auditoria, que se refere ao julgamento e tomada de decisão dos auditores internos, mas observou-se influência da liderança no tempo de tomada de decisão.

Com base nos resultados dos testes principais (ANOVA), a hipótese de pesquisa “H1: O estilo de liderança autocrático do diretor financeiro influencia significativamente o julgamento e tomada de decisão dos auditores internos” não foi rejeitada, já a “H2: A pressão para obediência em um contexto de subordinação influencia significativamente o julgamento e tomada de decisão dos auditores internos” foi rejeitada.

O resultado da hipótese 1 converge para o apresentado por Goulart Júnior e Lipp (2011), os quais mencionam que o estilo de liderança autocrático em líderes pode produzir tensões entre os membros do grupo de trabalho, pois adotam uma conduta autoritária e com centralização de poder, o que pode inibir a tomada de decisão dos subordinados. Também os resultados contribuem com os achados de Mas e Barac (2018) e Suputra e Widhiyani (2020), que observaram que a auditoria pode ser influenciada pelo estilo de liderança de sua equipe e superiores.

Deste modo, os auditores internos, com receio de receber uma punição ou consequências negativas de seu superior, que possui liderança autocrática e exerce pressão para obediência em um contexto de subordinação, podem mudar seu comportamento em relação à determinada tomada de decisão. Segundo Johnson et al. (2016), o poder coercitivo dos superiores pode fazer com que os subordinados mudem seu comportamento, devido a ameaças de punição implícita ou explícita, tal como redução de algum benefício de carreira, por exemplo.

Referente ao resultado da hipótese 2, não se observou em termos significativos a subordinação como influenciadora da decisão de reporte; por outro lado, constatou-se como significativa em termos de tempo que demandaram para a tomada de decisão. Segundo Hoos et al., a subordinação à administração pode influenciar o julgamento dos auditores internos e, principalmente, quando a ambiguidade da tarefa é alta. Para Eulerich et al. (2017), a subordinação influencia o trabalho, e, de acordo com Gimbar et al. (2018), comunicações entre subordinados podem ser prejudicadas quando se refere a discussões de tarefas e revisões. Assim, indica-se, com base nas inferências de estudos anteriores, que a subordinação pode influenciar o trabalho da auditoria interna; e, com base nos resultados da pesquisa, influenciou não no nível de reporte do relatório, mas no tempo que pensaram sobre esta situação, ou seja, de forma significativa demandaram maior tempo de julgamento sobre a escolha a ser feita.

De acordo com Carpenter e Reimers (2013), as pressões que os auditores sofrem nas empresas por diferentes tipos de pessoas pode comprometer a qualidade do trabalho, uma vez que alguns podem se sentir compelidos a realizar as ações de acordo com estas pressões, porém não estariam realizando suas atividades de acordo com os preceitos éticos. De acordo com Cattrysse (2002), o trabalho realizado pela auditoria interna possui extrema importância para a empresa, devido às melhorias que realiza nos sistemas de governança, a garantia que concede aos usuários externos por meio da credibilidade que proporciona aos relatórios contábeis, bem como o auxílio que concede à auditoria externa.

Esta importância dos trabalhos de auditoria interna para a empresa e a concepção de que a auditoria deve se manter ética foram apontadas pelos próprios auditores internos analisados como justificativas para o reporte do relatório de irregularidades, em maior nível. O caso apresentado, segundo os respondentes, simulou uma situação real já vivenciada por muitos deles e que, dependendo da estrutura organizacional e hierarquia em que os auditores internos estão contemplados, pode interferir na conduta, nos julgamentos e decisões.

O tempo de análise do caso, que corresponde ao julgamento e tomada de decisão do reporte do relatório de irregularidades, foi explorada na presente pesquisa de forma tímida, por não ser a variável principal de interesse, porém se demonstrou como uma importante explicação dos casos. Assim, sugerimos que o tempo de julgamento e tomada de decisão seja incorporado em futuras pesquisas, pois pode auxiliar no entendimento do caso, sugerindo novas evidências.



## 5. Conclusão

Esta pesquisa analisou o efeito do estilo de liderança e da subordinação no julgamento e tomada de decisão do auditor interno. Utilizou-se de caso experimental sobre a tomada de decisão do auditor de demonstrar o nível de reporte de um relatório de recomendações ao conselho fiscal sobre irregularidades cometidas pelo diretor financeiro, que correspondia a seu superior imediato.

Os auditores internos participantes da pesquisa apresentaram em média de 30 a 39 anos, com predomínio do gênero masculino, com 6 a 10 anos de experiência e nível de escolaridade de especialização completa. Quanto aos resultados sobre o nível de reporte do relatório ao conselho fiscal, constatou-se uma média alta do reporte, o que revelou que a maioria dos auditores reportaria o relatório ao conselho fiscal, independentemente das situações de liderança e subordinação. Também, constatou-se, de forma geral, que a maior frequência de tempo de tomada de decisão foi de 5 minutos; no entanto, estes resultados se diferenciaram quando analisados os estilos de liderança, em que para os casos com líder autocrático os auditores demoravam significativamente mais tempo para tomar a decisão.

Verificou-se que o grupo de controle correspondente a um líder democrático, que aceitou o parecer do auditor, foi o grupo que apresentou tempo de tomada de decisão significativamente menor em relação aos grupos 4, 5 e 6, o que revela que a liderança autocrática presente nestes grupos interferiu no tempo. Observou-se ainda que a liderança autocrática dos superiores e a pressão para subordinação impactaram em maior tempo de reflexão no julgamento e tomada de decisão do reporte de irregularidades ao conselho fiscal, bem como influenciou em reportar em menor escala o relatório, quando na situação de liderança do superior. Em relação à análise da regressão linear, que é complementar, constatou-se que quanto maior a experiência dos auditores internos, mais rápida foi a decisão de reportar as recomendações e que a liderança autocrática influenciou no aumento do tempo de tomada de decisão acerca de relatar as recomendações.

Observou-se indicativos de que mesmo reportando as recomendações, os auditores internos tendem a fazê-lo em menor grau quando o superior é um líder autocrático e que utilizaram mais tempo para tomar a decisão de relatar ou não recomendações de falhas do relatório ao conselho fiscal, quanto a opinião dos diretores imediatos (que haviam realizado as irregularidades) era de rejeição do relatório de irregularidades, quando comparado aos casos de aceite e os casos de questionamento.

Esses achados corroboram os observados por Goulart Júnior e Lipp (2011), Mas e Barac (2018) e Suputra e Widhiyani (2020), no que se refere ao efeito da liderança no trabalho da auditoria. Também corroboram os achados de Carpenter e Reimers (2013), de que pressões podem comprometer a eficiência dos subordinados, uma vez que comprometeria a qualidade da comunicação entre subordinador e subordinado. Conforme Johnson et al. (2016), por sentir a pressão para a obediência, os auditores internos estão sujeitos a práticas antiéticas, por receio de o superior prejudicar sua carreira na empresa, caso não ceda à pressão, de modo a colaborar com os ideais de seu superior.

A pesquisa contribui com a literatura nacional e internacional, pois, de acordo com Mas e Barac (2018), há escassez de estudos sobre liderança e auditoria interna e demais dimensões comportamentais. As evidências possuem limitações, como a modelagem do caso e número não tão elevado de participantes, mas apresentam no contexto brasileiro como a auditoria interna pode ter as suas decisões comprometidas, devido aos fatores de liderança e subordinação, o que gera discussão para novas pesquisas na área.

Os achados da pesquisa contribuem com órgãos de regulação, mecanismos de governança corporativa, departamento de recursos humanos, sobre o risco da decisão de auditores internos frente à liderança autoritária e com pressão, que pode reduzir a qualidade dos controles internos e das demonstrações financeiras. Além disso, pode auxiliar programas de treinamento de desenvolvimento de lideranças, práticas de nomeação, retenção e sucessão de chefes da alta administração para não gerar situações semelhantes ao evidenciado pelo estudo.

A pesquisa apresenta relevância prática pela discussão da implicação ética frente a uma decisão imposta ao profissional, que configura uma possibilidade para pesquisas futuras. Ainda, posicionar a auditoria interna na estrutura hierárquica da organização se faz importante para que ele possa exercer sua atividade com o devido ceticismo profissional, sem que o efeito subordinação e liderança possa comprometer a eficácia de seu trabalho.

A pesquisa apresenta algumas limitações, como, por exemplo, a não realização de experimento, mas, sim, quase-experimento, em que na situação de experimento é necessário o controle presencial dos participantes, o que não foi possível devido ao custo associado à tal tentativa, por termos como participantes profissionais de auditoria que atuam no mercado. Assim, sugere-se como estudos futuros a realização da pesquisa com o controle presencial dos participantes, o que poderia validar um experimento e verificar se os resultados se comportam de forma semelhante. Também, observam-se como limitações o grupo de controle na presente pesquisa e os desenhos experimentais, que consideram as experiências dos participantes, podendo em estudos futuros tentar reduzir estas limitações, pela modificação nos desenhos dos cenários, controlando em um cenário a liderança e em outro a subordinação. Da mesma forma, a liderança analisada na presente pesquisa foi a democrática e autocrática, tendo na literatura outros constructos como a transformacional, em que se poderia avaliar se os resultados se comportam diferentes, caso o constructo de liderança mude.

Como sugestões de estudos futuros aconselha-se analisar canais de denúncia em organizações, se, na presença deste mecanismo, a auditoria interna consegue exercer sua atividade com maior êxito na organização e na presença de líderes “tóxicos”. Além disso, aconselha-se maior discussão sobre fatores que influenciam em maior tempo de tomada de decisão, visto que, na atual pesquisa, observou-se como um resultado bastante relevante frente à subordinação e liderança. Ainda, sugere-se a análise de relacionamentos entre auditoria interna e independente e outros fatores comportamentais como personalidade *dark* de indivíduos que podem afetar decisões e eficiência do trabalho.

## Referências

- Apostolou, B., Pasewark, W. R. & Strawser, J. R. (1993). The effects of senior internal auditor behaviour on staff performance and satisfaction. *Accounting and Business Research*, 23(90), 110-122. DOI: <https://doi.org/10.1080/00014788.1993.9729869>.
- Baron, J. (2004). *Normative Models of Judgment and Decision Making*. The Blackwell handbook of judgment and decision making.
- Braga, R., Sousa, E. P. & Lima Filho, R. N. (2014). Julgamento e Tomada de decisões: Produção científica em Contabilidade no período de 1999 a 2012. *Cadernos de Gestão e Empreendedorismo*, 2(1), 17-31. DOI: <https://doi.org/10.32888/cge.v2i1.12648>.
- Carpenter, T. D. & Reimers, J. L. (2013). Professional skepticism: The effects of a partner's influence and the level of fraud indicators on auditors' fraud judgments and actions. *Behavioral Research in Accounting*, 25(2), 45-69. DOI: <https://doi.org/10.2308/bria-50468>.

- Cattrysse, J. (2002). *Reflections on corporate governance and the role of internal auditor*. Antwerpen University, Belgium, 64. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.485364>.
- Cooper, D. R. & Schindler, P. S. (2013). *Business research methods* (2. Ed). United States of America: MCGRAW-HILL.
- Dezoort, F. T., Houston, R. W. & Hermanson, D. R. (2003). Audit committee member support for proposed audit adjustments: A source credibility perspective. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 189-205. DOI: <https://doi.org/10.2308/aud.2003.22.2.189>.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>.
- Eulerich, M., Henseler, J., & Köhler, A. G. (2017). The internal audit dilemma—the impact of executive directors versus audit committees on internal auditing work. *Managerial Auditing Journal*, 32 (9), 854-878. DOI: <https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2016-1435>.
- Gil, A. C. (2002). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (4ª edição). São Paulo: Atlas.
- Gil, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (8 reimpr). São Paulo: Atlas.
- Gimbar, C., Jenkins, J. G., Saucedo, G., & Wright, N. S. (2018). Shifting styles: Do auditor performance levels influence the review process?. *International Journal of Auditing*, 22(3), 554-567. DOI: <https://doi.org/10.1111/ijau.12140>.
- Goodwin, J. & Yeo, T. Y. (2001). Two factors affecting internal audit independence and objectivity: Evidence from Singapore. *International Journal of Auditing*, 5(2), 107-125. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2001.00329.x>.
- Goulart Júnior, E. & Lipp, M. E. N. (2011). Estilo de liderança e stress: uma pesquisa em escolas estaduais de ensino fundamental. *Revista Brasileira de Política e Administração da Educação*, 27 (2), 265-283. DOI: <https://doi.org/10.21573/vol27n22011.24773>.
- Gray, D. E. (2012). *Pesquisa no mundo real* (2a ed.). Porto Alegre: Penso.
- Hall, J. A. & Halberstadt, A. G. (1994). “Subordination” and sensitivity to nonverbal cues: A study of married working women. *Sex Roles*, 31(3-4), 149-165. DOI: 0360-0025/94/0800-0149507.00/0.
- Hastie, R. (2001). Problems for judgment and decision making. *Annual review of psychology*, 52(1), 653-683. DOI: <https://doi.org/10.1146/annurev.psych.52.1.653>.
- Hoos, F., Kochetova-Kozloski, N., & d’Arcy, A. C. (2015). The Importance of the Chief Audit Executive’s Communication: Experimental Evidence on Internal Auditors’ Judgments in a ‘Two Masters Setting’. *International Journal of Auditing*, 19(3), 166-181. DOI: <https://doi.org/10.1111/ijau.12046>.
- Institute Of Internal Auditors – IIA. (1999). *Definition of Internal Auditing*. Altamonte Springs, Florida: The Institute of Internal Auditors.
- Johnson, E. N., Lowe, D. J. & Reckers, P. MJ. (2016). The influence of mood on subordinates’ ability to resist coercive pressure in public accounting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 261-287. DOI: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12141>.
- Libby, R. & Luft, J. (1993). Determinants of judgment performance in accounting settings: Ability, knowledge, motivation, and environment. *Accounting, Organizations and Society*, 18(5), 425-450. DOI: [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(93\)90040](https://doi.org/10.1016/0361-3682(93)90040).

- Mas, L. O. D., & Barac, K. (2018). The influence of the chief audit executive's leadership style on factors related to internal audit effectiveness. *Managerial Auditing Journal*, 33(8/9), 807-835. DOI: <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2017-1741>.
- Peters, J. M. (1993). Decision making, cognitive science and accounting: An overview of the intersection. *Accounting, Organizations And Society*, 18(5), 383-405. DOI: [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(93\)90038-8](https://doi.org/10.1016/0361-3682(93)90038-8).
- Pratt, J. & Jiambalvo, J. (1981). Relationships between leader behaviors and audit team performance. *Accounting, Organizations and Society*, 6(2), 133-142. DOI: [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(81\)90003-9](https://doi.org/10.1016/0361-3682(81)90003-9).
- Raupp, F. M. & Beuren, I. M. (2006). *Metodologia da pesquisa aplicável às ciências*. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas.
- Seol, I., Sarkis, J. & Wang, Z. (2017). A cross-cultural comparative study of internal auditor skills: UK vs Korea. *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 341-355. DOI: <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2014-0100>.
- Suputra, I. D. G. D., & Widhiyani, N. L. S. (2020). Types of Personality, Audit Structure and Transformational Leadership Styles Moderate the Effect of Organizational Commitments on Auditor Performance. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(6), 54-65. DOI: <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n6.1005>.
- Tamošiūnienė, R. & Savčuk, O. (2007). Internal Audit Subordination Principles for Lithuanian Companies. *Engineering Economics*, 5(55), 37-43.
- Zohar, D. (2002). The effects of leadership dimensions, safety climate, and assigned priorities on minor injuries in work groups. *Journal of Organizational Behavior*, 23(1), 75-92. DOI: <https://doi.org/10.1002/job.130>.

# Determinantes para Aprovação do Pacote de Remuneração dos Executivos por Parte dos Acionistas

**Jean Carlo Rissatti**

<https://orcid.org/0000-0002-7162-932X>

**José Alonso Borba**

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

**Lucas Martins Dias Maragno**

<https://orcid.org/0000-0001-6561-8985>

**Edilson Paulo**

<https://orcid.org/0000-0003-4856-9039>

## Resumo

**Objetivo:** Analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

**Método:** A pesquisa foi realizada sobre 771 votos de acionistas nas deliberações das Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias (AGO/E), no período de janeiro a abril de 2019, das firmas listadas na B3. A coleta de dados foi realizada manualmente e buscou, nos formulários de referência, posições acionárias, propostas das administrações, atas das assembleias gerais e mapas finais de votação analítico e sintético. Os dados obtidos foram analisados por meio de regressões logísticas.

**Resultados:** A remuneração total dos executivos está positivamente relacionada ao voto de aprovação do pacote por parte dos acionistas controladores, o que indica um alinhamento entre o principal-agente. Ainda, as demais hipóteses demonstraram um desalinhamento entre controladores e não controladores e que a dissidência reduz a probabilidade de aprovação dos pacotes de remuneração, o que aponta para um conflito de interesses entre principal-principal. Outro resultado da pesquisa indicou que há um excesso de remuneração por meio de pagamentos baseados em ações, o que pode indicar expropriação de recursos por esse tipo de remuneração.

**Contribuições:** Este trabalho contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e seus acionistas, gestores e para a transparência das empresas.

**Palavras-chave:** Remuneração de Executivos; Votação; Ativismo.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 06/08/2021. Pedido de Revisão em 08/11/2021. Resubmetido em 20/12/2021. Aceito em 22/12/2021 por Dr. Vinícius Gomes Martins (Editor assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1. Introdução

O ativismo dos acionistas em relação à remuneração dos executivos como forma de controle externo tem se tornado um assunto cada vez mais importante durante as assembleias gerais anuais (Obermann & Velte, 2018; Vargas et al., 2018). Em âmbito internacional, diversos estudos têm investigado o ativismo de acionistas por meio do voto dos investidores institucionais e seus efeitos para com as empresas e suas práticas de Governança Corporativa (GC) (Conyon & Sadler, 2010; Ertimur et al., 2011; Cucari, 2019; Iliev & Vitanova, 2019). No Brasil, observa-se que a temática remuneração de executivos tem sido explorada relacionando-a com: as políticas de governança corporativa (Punsvuo et al., 2007; Carvalhal & Souza, 2014; Vargas et al., 2018), o gerenciamento de resultados (Junior, 2013; Holanda et al., 2013), as características e os determinantes do ativismo dos acionistas (Vargas, 2013), como mecanismo de monitoramento (Silva, 2017), e desempenho (Aguilar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020). Contudo, há pouca evidência sobre a relação entre o ativismo desses acionistas e a votação pela aprovação ou reprovação dos pacotes de remuneração dos executivos.

Apesar do mecanismo de votação da remuneração de executivos (tratada internacionalmente como *say on pay* [SOP]) existir desde 1997 no Art. 152 da Lei n.º 6.404, o tema somente atraiu considerável interesse de investidores, reguladores e pesquisadores após 2002, quando o Reino Unido começou a exigir votação anual da remuneração de executivos (Ferri & Maber, 2013). Em 2011, os Estados Unidos tornaram o SOP obrigatório para as empresas norte-americanas quanto à aprovação dos acionistas sobre a remuneração dos executivos, que deve ocorrer pelo menos uma vez a cada três anos (Ferri & Maber, 2013).

A votação do pacote de remuneração dos executivos é um importante mecanismo para a GC, pois pode promover o ativismo dos acionistas, dar mais voz aos proprietários (Cucari, 2019), ajudar a alinhar os interesses entre acionistas e diretores (Iliev & Vitanova, 2019) e ser um contrapeso aos abusos dos gestores (Pinto & Leal, 2013). Nesse sentido, funciona como mecanismo de monitoramento dos executivos, podendo ser visto como um sistema de incentivos e punições à direção (Cuñat et al., 2016; Iliev & Vitanova, 2019).

Evidências empíricas demonstram que em países europeus, o mecanismo de votação não só funcionou como forma de monitoramento, mas também como forma de pressionar as empresas a retirarem práticas controversas de remuneração. Os resultados de Cai e Walkling (2011) constataram que a pressão dos votos por parte dos acionistas criou mais valor para as empresas e Correa e Leal (2016) identificaram uma redução nos pagamentos aos executivos após a adoção da votação.

Apesar destes diversos achados, há limitada evidência sobre quais aspectos do pacote de remuneração dos executivos determinam a aprovação pelos acionistas (investidores institucionais) no mercado brasileiro. Supõe-se que o impedimento de divulgação destas informações contribuiu para isso. Contudo, a partir de 2018, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) derrubou uma liminar de 2010 que impedia a divulgação da remuneração dos executivos por parte das companhias abertas. Tendo em vista esse contexto, o presente estudo tem por objetivo analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na B3. Destaca-se a importância da participação dos investidores em vista da busca pelo modelo de “uma ação um voto” que pode impulsionar o ativismo (Valenti, 2018).

Este estudo contribui com o mercado acionário brasileiro, considerado assimétrico devido à concentração de propriedade (Silveira et al., 2003) e que pode acarretar a expropriação de riqueza por parte dos majoritários e prejudicar os minoritários (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007), à medida que pode identificar características que auxiliem em um maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos executivos e na redução do conflito de agência. Ainda, contribui para o entendimento de como o ativismo dos acionistas afeta a remuneração dos executivos a partir de dados divulgados recentemente que, desde 2010, não eram publicados pelas empresas brasileiras.

## 2. Revisão de Literatura

### 2.1 Ativismo e Investidores Institucionais

Na última década, os diversos estudos sobre remuneração de executivos e ativismo de acionistas têm aumentado (Obermann & Velte, 2018). Acionistas ativistas são investidores que, insatisfeitos com algo na empresa, visam mudar a gestão por meio da sua “voz”, ou seja, esforços proativos para mudar o comportamento da empresa ou as regras de governança (Black, 1998; Gillan & Starks, 1998). O ativismo dos acionistas tornou-se importante característica dos mercados financeiros, visto que miram empresas com desempenho insatisfatório e pressionam a administração para melhorar o seu desempenho (Gillan & Starks, 2000), além de buscarem assentos nos conselhos (Monks & Minow, 2011), uma vez que estes possuem a responsabilidade de monitorar seus gerentes (Gillan & Starks, 1998). Nesse sentido, o ativismo pode ser considerado como um mecanismo de proteção aos acionistas dentro da estrutura de GC.

Dentre os principais investidores ativistas, há os investidores institucionais, definidos como investidores que negociam uma grande quantidade de títulos (Cia et al., 2002). Como exemplificação, os investidores institucionais podem ser fundos de investimentos, fundos de pensão, companhias seguradoras, sociedades de capitalização, clubes de investimento, entidade de previdência privada aberta e fechada (Assaf Neto, 2014), fundos de *hedge*, fundações e fundos soberanos (Silveira, 2010).

Esses grupos de investidores possuem um papel importante no monitoramento das atividades da empresa (Bebchuk & Fried, 2003), pois dispõem de grande volume financeiro, visam investimentos de longo prazo (Assaf Neto, 2014), detêm grandes blocos de ações e possuem mais acesso às informações da companhia (Bainbridge, 2005). Nesse sentido, pode-se reduzir os custos de agência, pois além de serem responsáveis por grande parte dos negócios nas principais bolsas de valores, exercem seus direitos de *governance* e têm poderes para influenciar a gestão (Cia et al., 2002).

Acionistas tornam-se ativistas quando acreditam que a gestão não está maximizando o valor da companhia. O ativismo pode se dar de formas diferentes, dependendo do tipo de investidor ou de seus objetivos. Loop et al. (2018) explicam que investidores institucionais podem ser fundos de pensão, gestores de ativos, fundos mútuos e companhias de seguros, como BlackRock, *Vanguard Group*, *State Street Global*, *Fidelity Investments*, *J.P.Morgan Chase* e *Bank of New York Mellon* e, normalmente, buscam investimentos de longo prazo.

Evidências empíricas de Carvalho e Souza (2014), em que analisaram 649 empresas listadas no período de 2002 a 2009, demonstraram que os fundos de *private equity* no papel de investidores institucionais ativistas possuem influência positiva na GC, e que as empresas com estes acionistas tendem a possuir melhores índices de GC, além de estarem listadas em maior parte no Novo Mercado. Entretanto, Edmans (2014) ressalta que os grandes investidores tanto podem minimizar os problemas de agência quanto agravá-los, pois podem extrair benefícios privados de controle, como induzir a empresa investida a negociar com outra empresa em que também são proprietários.

## 2.2 Remuneração de Executivos

A contratação e remuneração dos executivos por meio de contratos visa alinhar os interesses de acionistas e executivos. Entretanto, visto que não existem contratos perfeitos, a remuneração objetiva minimizar os custos de agência (Bebchuk et al., 2002). Na prática, os pacotes de remuneração são de responsabilidade dos conselhos de administração e de seus comitês de remuneração (Conyon, 2014; Monks & Minow, 2011) que procuram estabelecer incentivos adequados aos executivos na tentativa de maximizar o retorno ao acionista (Bebchuk et al., 2002).

O pacote de remuneração executiva pode conter diversos componentes. Dentre os componentes mais utilizados, têm-se salários, bônus, opções de ações (*stock options*), ações restritas (*restricted stock*), planos de incentivo de longo prazo e planos de aposentadoria, pensões, benefícios (seguro de saúde, vida, auxílio-creche, educação, carros corporativos) e privilégios (jatos corporativos, jantar executivo ou associações em clubes) (Balsam, 2002; Ellig, 2007; Goergen & Renneboog, 2011; Giroux, 2015).

Conyon (2006) salienta que as opções de ações, as ações restritas e os contratos de longo prazo são incluídos nos pacotes de remuneração na tentativa de alinhar os interesses entre as partes, fornecendo incentivos adequados aos CEOs. No estudo realizado por Conyon (2014), no mercado norte-americano, é possível observar a predominância das opções de ações (42%) e das ações restritas (6%) até 2001, porém, em 2012, as parcelas da remuneração em opções de ações representavam 14%, enquanto as ações restritas representavam 35%. Entretanto, no Brasil, observa-se a participação das opções de ações (Rissatti et al., 2019).

Estudos envolvendo a remuneração dos executivos e o papel dos investidores institucionais, como de Hartzell e Starks (2003), evidenciaram que estes influenciam a remuneração de executivos e, em conjunto com a compensação, tendem a mitigar o conflito de agência. No entanto, Croci et al. (2012) demonstraram que a presença do investidor institucional pode afetar a estrutura de remuneração com o aumento do uso de pagamento baseado em ação em empresas familiares e não familiares.

## 2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

No processo de votação, os acionistas possuem três opções quanto ao voto – aprovar, rejeitar e abster-se –, o que permite aos acionistas influenciarem a remuneração dos executivos (Hooghiemstra et al., 2015). Ressalta-se que o voto, por ser um processo consultivo, pode ser utilizado pelos membros do conselho para possíveis remoções de pessoas (Cuñat et al., 2016) e criar pressão para que o CEO se esforce mais na gestão da companhia (Iliev & Vitanova, 2019).

Na perspectiva da Teoria da Agência, o pacote de remuneração dos executivos pode ser considerado um dos mecanismos mais eficientes para incentivar os executivos a agirem em prol do desempenho da empresa (Krauter, 2013). Nesse sentido, as evidências demonstram uma relação positiva entre as empresas do mercado brasileiro que pagam maiores níveis de remuneração aos executivos e maiores níveis de desempenho, de curto e de longo prazo (Krauter, 2013; Aguiar & Pimentel, 2017; Beuren et al., 2020). Já Cai e Walkling (2011) constataram que a pressão dos votos por parte dos acionistas cria mais valor para as empresas que estejam dispostas a melhorar as práticas de remuneração. Dessa maneira, desenvolve-se a primeira hipótese de pesquisa.

**Hipótese 1: Existe uma relação positiva entre a remuneração total dos executivos e o voto de aprovação do pacote de remuneração.**



Uma característica importante do mercado brasileiro aponta para alta concentração acionária (Pinheiro et al., 2019), principalmente na composição dos conselhos (Crisóstomo et al., 2020). Nesse sentido, os controladores tendem a monitorar a gestão diretamente, substituindo a função do conselho sem a necessidade de um conselho independente que possa restringir o uso de benefícios privados de controle (Crisóstomo et al., 2020). Assim, além dos controladores buscarem incentivar o desempenho dos executivos por meio do voto de aprovação do pacote de remuneração, tendem a aprovar, a fim de evitarem conflitos com os executivos (Stathopoulos & Voulgaris, 2016). Dessa maneira, desenvolve-se a segunda hipótese de pesquisa.

**Hipótese 2: Existe relação positiva entre o controlador e o voto de aprovação do pacote de remuneração dos executivos.**

Além disso, as evidências empíricas demonstram os efeitos do ativismo para com a votação dos pacotes de remuneração dos executivos em mercados desenvolvidos dos EUA e do Reino Unido, contudo, não em âmbito nacional. Ferri e Maber (2013) apontam que, para os investidores do Reino Unido, o SOP não só funcionou como mecanismo de monitoramento, mas também como forma de pressionar as empresas a retirarem práticas controversas de remuneração. Obermann e Velte (2018) afirmam que o nível e a estrutura da remuneração do executivo são dois dos fatores que impulsionam o ativismo dos acionistas, pois os níveis de remuneração executiva podem afetar a votação dos acionistas. Morgan et al. (2006) apontam que os acionistas tendem a votar contra os planos potencialmente prejudiciais, contudo, os autores consideraram como *proxy* para planos prejudiciais aqueles que receberam votos negativos. Enquanto Armstrong et al. (2013) acrescentam que as propostas de pagamentos baseadas em ações atraíram mais desaprovações do que qualquer outra matéria levada à votação.

No contexto brasileiro, dada a concentração acionária é provável que surjam conflitos de interesses entre os acionistas (Crisóstomo et al., 2020). As evidências de Pinheiro et al. (2019) demonstram que a concentração acionária agrava o conflito entre os principais. Assim, a segunda hipótese de pesquisa aponta que o descontentamento dos demais acionistas se dará pelo voto de reprovação dos pacotes de remuneração dos executivos, fenômeno conhecido como dissidência.

**Hipótese 3: Existe relação negativa entre a dissidência e a aprovação dos pacotes de remuneração.**

### 3. Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Coleta de Dados e Amostra

A pesquisa foi realizada sobre as deliberações nas Assembleias Gerais Ordinárias e Extraordinárias (AAGOE), no período de janeiro a abril de 2019. A coleta de dados também foi realizada manualmente neste período e buscou todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 S. A. B3. Inicialmente, do total de 367 empresas, 55 foram excluídas, pois não divulgaram dados referentes à votação (ata da assembleia, proposta da administração, mapa de votação em formato sintético e analítico) ou apresentaram inconsistências nos valores reportados (diferenças entre o divulgado no formulário de referência e na ata da assembleia). Este procedimento resultou em uma amostra de 312 empresas.

Em seguida, foram coletados dados sobre os acionistas que possuíam direito a voto na base de dados Economatica<sup>6</sup>. Dentre as 312 empresas, foram identificados 1.664 acionistas com participação acionária e com direito a voto, a partir dos quais foram realizadas algumas exclusões: i) empresas que não divulgaram os documentos (mapas, atas, propostas) e ii) investidores com denominações, tais como: ações em tesouraria, pessoas físicas, membros das diretorias, diversas pessoas jurídicas e outras sem classificações. Assim, restaram 926 investidores.

Em seguida, foram excluídas algumas atividades desenvolvidas pelos investidores, pois não são considerados investidores institucionais, tais como: abate de aves, aluguel de imóvel próprio, atividades diversas (associações, atendimento hospitalar, consultoria, organizações), comércio varejista e atacadista, compra e venda de imóveis próprios, construção, corretagem, criação de animais, cultivo, energia elétrica (geração, distribuição e transmissão), extração, fabricação (açúcar, cutelaria, armas de fogo, cabines, peças, fibras, etc.), serviços (engenharia, assistência social), transportes, emissão de vale-alimentação, ensino, gestões diversas (ativo intangível e propriedade imobiliária), incorporação imobiliária, alimentação, locação, moagem, outras atividades (serviços financeiros, publicidade, obras de engenharia, etc.), produção de aço, representantes comerciais, serviços de assistência, escritório e engenharia, suporte técnico, telefonia e transporte. A Tabela 1 apresenta amostra final, composta por 771 investidores.

Tabela 1

**Classificação dos Investidores por Atividades Desenvolvidas**

<b>Tipo de Investidor</b>	<b>Quantidade de Investidores</b>	<b>Frequência Relativa (%)</b>
<i>Holdings</i> de Instituições não-financeiras	321	41,63
Administração de Fundos	192	24,90
Fundos de Investimentos	131	16,99
Bancos Múltiplos	37	4,80
Previdência Complementar Fechada	31	4,02
Administração Pública em Geral	28	3,63
<i>Holdings</i> de Instituições financeiras	11	1,43
Seguradoras	7	0,91
Clubes de Investimento	5	0,65
Distribuidoras de títulos e Valores Mobiliários	4	0,52
Fundação Privada	4	0,52
<b>Total</b>	<b>771</b>	<b>100</b>

Fonte: elaborada pelos autores.

As atividades desenvolvidas por estes investidores foram classificadas de acordo com a atividade principal cadastrada na Receita Federal do Brasil (RFB) e verificadas por meio do Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), assim temos: administração de fundos por contrato ou comissão, administração pública em geral, bancos, clubes de investimentos, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, fundação privada, fundos de investimentos, *holdings* de instituições financeiras e não financeiras, previdência complementar fechada e seguradoras. Estas atividades foram consideradas como investidores institucionais, pois fazem parte do grupo definido pela literatura (Silveira, 2010; Assaf Neto, 2014). Ressalta-se que, na RFB, alguns investidores institucionais possuem suas atividades cadastradas como *holdings* de instituições não financeiras, como no caso do BNDESPar, por causa disso as *holdings* foram consideradas como investidores institucionais.

No que concerne à estrutura da remuneração, foram utilizadas as remunerações propostas (previstas) para o ano de 2018 que foram votadas em assembleias em 2019. Para estes dados, foram utilizadas as atas das AAGOs, propostas da administração (PA) e os formulários de referência (FR) das empresas. A classificação da remuneração segue a estrutura de acordo com o item 13.2 do FR e IN CVM 490/09: (i) a remuneração fixa é a somatória do salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos, remuneração por participação em comitês e outros; (ii) a remuneração variável é a somatória dos bônus, participação nos resultados, remuneração por participação em reuniões, comissões e outros; (iii) benefícios pós-emprego, (iv) benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo, (v) remuneração baseada em ações, incluindo opções; e (vi) a remuneração total é a somatória da (i) remuneração fixa, (ii) remuneração variável.

Os dados referentes às participações dos detentores de ações com direito a voto presentes nas assembleias foram coletados nas AAGOs, mapas sintético e detalhado (analítico), propostas e FR (item 15.1/2 Posição Acionária). Uma vez coletados os nomes dos dez principais acionistas das empresas, foi necessário levantar o CNPJ de cada membro e validá-lo com os dados cadastrados na RFB, o que permitiu obter a atividade principal do acionista, bem como verificar se o acionista é residente no exterior.

As votações dos acionistas foram coletadas nos mapas analíticos de votação, disponíveis no site da B3. Quanto às atas, propostas e mapas, foram consideradas as divulgadas que aplicaram as alterações realizadas pela IN CVM 594/2017 em suas assembleias realizadas a partir de 5 de março de 2018 e cujos boletins de voto à distância foram divulgados a partir de 1º de fevereiro de 2018.

Por meio do mapa, foi possível identificar como os investidores se posicionam nas votações das propostas dos pacotes de remuneração dos executivos, uma vez que devem ser apresentados os cinco primeiros números do CPF ou do CNPJ do acionista. Ademais, foi realizada a verificação desses números por meio dos dados disponíveis nos FR de cada empresa da amostra no item 15 “Controle e grupo econômico”, no qual foram coletados se o acionista é residente no exterior, é acionista controlador e se participa do acordo de acionistas. As demais variáveis de controle foram coletadas no base de dados Economatica<sup>8</sup>

### 3.2 Variáveis e Modelos Empíricos

Foram construídos dois modelos de regressão logística, uma vez que as variáveis dependentes são dicotômicas. A variável dependente *VOTO* representa a aprovação ou rejeição do pacote de remuneração dos executivos. Cabe ressaltar que é possível votar a favor, contra ou abster-se, porém foram consideradas apenas duas opções (aprovação ou reprovação/abstenção).

O primeiro modelo objetivou testar a probabilidade de aprovação (*VOTO*) em relação à aprovação da remuneração total (*RTOTln*):

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{-g(\text{Voto}_i)}}$$

em que,

$$\text{VOTO}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{RTOTln}_i + \beta_2 \text{CTRA}_i + \beta_3 \text{ACTR}_i + \beta_4 \text{PART}_i + \beta_5 \text{DISSID}_i + \beta_6 \text{AEXT}_i + \beta_7 \text{ACAC}_i + \beta_8 \text{ESTD}_i + \beta_9 \text{NGC}_i + \beta_{10} \text{PREJ}_i + \beta_{11} \text{ROA}_i + \beta_{12} \text{ALAV}_i + \beta_{13} \text{ATIVOl}_i + \varepsilon$$

O segundo modelo objetivou explorar as relações entre a probabilidade de aprovação *VOTO* e os diversos tipos de remunerações presente no pacote de remuneração dos executivos, por exemplo, remunerações fixas como participação em comitês e benefícios e remunerações variáveis, como participações nos resultados e opções de ações.

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{-g(\text{Voto}_i)}}$$

em que:

$$\begin{aligned} \text{VOTO}_i = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{FSAL} \ln_i + \gamma_2 \text{FBEN} \ln_i + \gamma_3 \text{FPAR} \ln_i + \gamma_4 \text{FOUT} \ln_i + \gamma_5 \text{VBON} \ln_i + \\ & \gamma_6 \text{VRES} \ln_i + \gamma_7 \text{VREU} \ln_i + \gamma_8 \text{VCOM} \ln_i + \gamma_9 \text{VOUT} \ln_i + \gamma_{10} \text{BPOS} \ln_i + \gamma_{11} \text{BCEC} \ln_i + \\ & \gamma_{12} \text{ACAOL} \ln_i + \gamma_{13} \text{CTRA}_i + \gamma_{14} \text{ACTR}_i + \gamma_{15} \text{PART}_i + \gamma_{16} \text{DISSID}_i + \gamma_{17} \text{ACAC}_i + \gamma_{18} \text{AEXT}_i + \\ & \gamma_{19} \text{ESTD}_i + \gamma_{20} \text{NGC}_i + \gamma_{21} \text{PREJ}_i + \gamma_{22} \text{ROA}_i + \gamma_{23} \text{ALAV}_i + \gamma_{24} \text{ATIVOL} \ln_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

As variáveis dos modelos 1 e 2 estão descritas na Tabela 2.

Tabela 2

**Descrição das variáveis dos modelos**

Variáveis	Definição	Mensuração	Fundamentação Teórica
<b>DEPENDENTE</b>			
<i>VOTO</i>	Voto de todos os acionistas que participaram das assembleias gerais	Variável <i>dummy</i> , aprovação = 1 do contrário = 0.	Conyon e Sadler (2010); Ferri e Maber (2013); Hooghiemstra et al. (2015); Correa e Lel, (2016); Hooghiemstra et al. (2017)
<b>INDEPENDENTES</b>			
<b>Remuneração dos Executivos</b>			
<i>RTOTln</i>	Remuneração total dos executivos	Logaritmo natural da remuneração total dos executivos	Obermann e Velte (2018); Conyon e Sadler, (2010); Armstrong et al. (2013); Balsam et al. (2016); Conyon (2016); Hooghiemstra et al. (2017)
<i>FSALln</i>	Parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore.	Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore	
<i>FBENln</i>	Parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos.	Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos	
<i>FPARln</i>	Parcela fixa da remuneração por participação em comitês.	Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês	
<i>FOUTln</i>	Parcela fixa de outras remunerações.	Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações	
<i>VBONln</i>	Parcela variável da remuneração em bônus.	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus	
<i>VRESln</i>	Parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR).	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR)	
<i>VREUln</i>	Parcela variável da remuneração por participação em reuniões.	Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões	

Variáveis	Definição	Mensuração	Fundamentação Teórica
<i>VOUIn</i>	Parcela variável com outras remunerações.	Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações	
<i>BPOSIn</i>	Parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego.	Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego	
<i>BCECIn</i>	Parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo (CEC).	Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	
<i>ACAOLn</i>	Parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções.	Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções	
<b>Controlador</b>			
<i>CTRA</i>	Existência de Acionistas Controladores.	Percentual dos três maiores acionistas	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
<i>ACTR</i>	Existência de acionista controlador (AC)	Variável <i>dummy</i> , investidor é AC = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
<i>PART</i>	Porcentagem detida pelo investidor controlador.	Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011); Silva e Chien (2013)
<b>Dissidência</b>			
<i>DISSID</i>	Empresas que apresentaram alta rejeição e abstenção de votos (> 20%)	Variável <i>dummy</i> , empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0	Ertimur (2013); Ferri e Maber (2013); Hooghiemstra et al. (2015); Correa e Lel (2016); Kimbro e Xu (2016)
<b>Variáveis de Controle</b>			
<i>AEXT</i>	Se o acionista é residente no exterior (RE)	Variável <i>dummy</i> , investidor é RE = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2007) Croci et al. (2012); Conyon et al. (2019)
<i>ACAC</i>	Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA)	Variável <i>dummy</i> , investidor participa do AA = 1 do contrário = 0	Ertimur et al. (2011); Falco et al. (2016)
<i>ESTD</i>	Investidor que seja ou pertença ao Estado.	Variável <i>dummy</i> , investidor é público = 1 do contrário = 0	Firth et al. (2006); Firth et al. (2007); Conyon e He (2011)
<i>NGC</i>	Empresas listadas na B3 que participam do Novo Mercado (NM)	Variável <i>dummy</i> , empresa pertence ao NM = 1 do contrário = 0	Alencar (2005); Terra e Lima (2006); Antunes et al. (2013); Carvalho e Souza (2014)
<i>PREJ</i>	Prejuízo apresentado no ano anterior.	Variável <i>dummy</i> , apresenta prejuízo no ano anterior = 1 do contrário = 0	Kaplan e Zamora (2018)
<i>ROA</i>	Retorno do ativo	Lucro Líquido dividido pelo total do ativo	Brav et al. (2008); Becht et al. (2009)
<i>ALAV</i>	Alavancagem Financeira	Alavancagem financeira.	Brav et al. (2008); Grosse et al. (2017)
<i>ATIVOLn</i>	Ativo total	Logaritmo natural do ativo total	

Fonte: elaborada pelos autores.

## 4. Análise de Resultados

### 4.1 Análises Descritivas

No que concerne à remuneração dos executivos, foi possível mapear as propostas levadas à votação dos montantes globais e individuais de cada elemento da remuneração, o que possibilitou observar os padrões dos pacotes propostos, assim como os pacotes destinados para o conselho de administração (CA) e a diretoria estatutária (DE) das empresas. Ressalta-se que a remuneração do conselho fiscal foi desconsiderada na análise, uma vez que, em geral, esse pacote de remuneração é votado em separado dos pacotes do CA e DE.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis presentes nos modelos 1 e 2.

Tabela 3

#### Estatísticas Descritivas

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VOTO	614			0	1
RTOT	614	22.643.977,68	37.385.466,30	9.200,00	370.000.000,00
RTOTIn	614	16,228	1,383	9,130	19,730
FSAL	614	7.831.252,10	8.141.822,86	9.200,00	80.700.000,00
FSALIn	614	15,433	1,122	9,130	18,210
FBEN	614	718.924,40	1.576.873,37	0,000	17.300.000,00
FBENIn	614	9,678	5,838	0	16,670
FPAR	614	213.901,65	565.968,98	0	3.228.000,00
FPARIn	614	2,824	5,497	0	14,990
FOUT	614	1.900.728,39	5.457.591,23	0	67.237.500,00
FOUTIn	614	9,564	6,698	0	18,020
VBON	614	3.042.548,28	5.779.919,93	0	43.716.739,00
VBONIn	614	7,845	7,567	0	17,590
VRES	614	2.798.687,33	8.001.581,28	0	79.500.000,00
VRESIn	614	5,182	7,239	0	18,190
VREU	614	17.512,54	128.456,37	0	1.213.920,00
VREUIn	614	0,338	2,077	0	14,010
VOUT	614	788.589,65	2.549.759,21	0	20.888.680,00
VOUTIn	614	4,989	6,693	0	16,850
BPOS	614	162.248,37	458.257,92	0	3.870.000,00
BPOSIn	614	3,485	5,712	0	15,170
BCEC	614	951.541,86	6.370.462,18	0	68.907.261,00
BCECIn	614	1,757	4,813	0	18,050
ACAO	614	4.218.043,11	18.526.904,59	0	293.868.000,00
ACAOIn	614	6,416	7,485	0	19,500

Variável	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>CTRA</i>	614	0,643	0,235	0,130	1
<i>ACTR</i>	614			0	1
<i>PART</i>	614	0,242	0,268	0	1
<i>DISSID</i>	614			0	1
<i>AEXT</i>	614			0	1
<i>ACAC</i>	614			0	1
<i>ESTD</i>	614			0	1
<i>NGC</i>	614			0	1
<i>PREJ</i>	557			0	1
<i>ROA</i>	555	-2,440	46,817	-978,114	37,617
<i>ALAV</i>	518	1,954	15,097	-54,501	135,434
<i>ATIVOLn</i>	557	22,137	2,103	9,716	28,132

Legenda: *VOTO* = Voto dos acionistas, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTln* = Logaritmo natural da remuneração total dos executivos; *FSALln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore; *FBENln* = Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos; *FPARln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês; *FOUTln* = Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações; *VBONln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus; *VRESln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR); *VREUln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões; *VOUln* = Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações; *BPOSln* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego; *BCECl* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; *ACAOLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções; *CTRA* = Percentual dos três maiores acionistas; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*; *NGC* = Empresas que participam do Novo Mercado (NM), variável *dummy*; *PREJ* = variável *dummy*; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

Fonte: elaborada pelos autores.

A variável *VOTO* apresentou aproximadamente 90% de votos a favor de aprovação dos pacotes de remuneração dos executivos. Também, destes acionistas, 32% participam do acordo de acionistas. Aproximadamente, 18% das votações possuem acionistas residentes no exterior (*AEXT*).

As remunerações dos executivos foram apresentadas em valores absolutos e em valores transformados em logaritmo natural. As estatísticas descritivas apontam que a remuneração total média foi de R\$22.643,00 (vinte dois mil seiscientos e quarenta e três reais). Dentre os tipos de remuneração dos executivos, a parcela fixa dos salários e as parcelas variáveis de bônus, a participação nos resultados e a baseada em ações apresentaram as maiores médias. A parcela fixa do salário, variável *FSAL*, apresentou média de R\$7.831,00 (sete mil oitocentos e trinta e um reais). A parcela variável da remuneração em bônus (*VBON*) apresentou média de R\$ .042,00 (três mil e quarenta e dois reais). A parcela variável da remuneração com participação nos resultados (*VRES*) apresentou média de R\$2.798,00 (dois mil setecentos e noventa e oito reais). Por fim, a remuneração baseada em ações, incluindo opções, apresentou média de R\$4.218,00 (quatro mil duzentos e dezoito reais).

## 4.2 Resultados dos Modelos Logísticos

A Tabela 4 apresenta os resultados referentes às regressões dos modelos 1 e 2, que explicam o voto favorável dos acionistas ao pacote de remuneração dos executivos e suas relações com as variáveis de interesse.

Tabela 4

### Resultados das Regressões Logísticas

Variáveis	Relação Esperada	Modelo 1			Modelo 2		
		Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>RTOTln</i>	(+)	0,338*	1,403	0,191			
<i>FSALln</i>					0,257	1,294	0,262
<i>FBENln</i>					0,084**	1,087	0,036
<i>FPARln</i>					-0,007	0,993	0,04
<i>FOUTln</i>					0,074**	1,077	0,037
<i>VBONln</i>					-0,025	0,975	0,035
<i>VRESln</i>					-0,037	0,964	0,034
<i>VREUln</i>					-0,015	0,985	0,080
<i>VOUTln</i>					0,024	1,024	0,037
<i>BPOSln</i>					-0,05	0,951	0,045
<i>BCECl</i>					0,061	1,063	0,059
<i>ACAOLn</i>					0,013	1,014	0,031
<i>CTRA</i>	(+)	-1,013	0,363	1,183	-0,603	0,547	1,264
<i>ACTR</i>	(+)	1,595***	4,927	0,585	1,853***	6,378	0,614
<i>PART</i>	(+)	1,095	2,989	1,213	1,248	3,483	1,310
<i>DISSID</i>	(-)	-2,628***	0,072	0,417	-2,721***	0,066	0,462
<i>ACAC</i>	(+)	0,68	1,973	0,532	0,462	1,588	0,578
<i>AEXT</i>	(+)	-0,785*	0,456	0,407	-0,653	0,521	0,429
<i>ESTD</i>	(-)	-0,369	0,692	0,469	-0,695	0,499	0,52
<i>NGC</i>	(+)	0,486	1,627	0,506	0,502	1,653	0,581
<i>PREJ</i>	(-)	-0,879**	0,415	0,383	-0,902**	0,406	0,444
<i>ROA</i>	(+)	-0,002	0,998	0,006	0,000	1,000	0,006
<i>ALAV</i>	(-)	-0,012	0,988	0,010	-0,008	0,992	0,010
<i>ATIVOLn</i>	(+/-)	-0,166	0,847	0,119	-0,271*	0,763	0,151
<i>Constante</i>		1,564		2,660	4,156		3,607



Variáveis	Relação Esperada	Modelo 1			Modelo 2		
		Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>N</i>			518		518		
<i>R</i> <sup>2</sup>			0,3050		0,3512		
<i>Log Likelihood</i>			-115,850		-108,104		
<i>Wald Chi2</i>			101,560		117,050		
<i>Prob &gt; Chi2</i>			0,000		0,000		
<i>Sensitivity</i>			0,979		0,976		
<i>Specificity</i>			0,314		0,353		
<i>ROC</i>			0,883		0,901		
<i>VIF médio</i>			1,560		1,690		

Legenda: *VOTO* = Voto dos acionistas, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTln* = Logaritmo natural da remuneração total dos executivos; *FSALln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração com salário ou pró-labore; *FBENln* = Logaritmo natural da parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos; *FPARln* = Logaritmo natural da parcela fixa da remuneração por participação em comitês; *FOUTln* = Logaritmo natural da parcela fixa de outras remunerações; *VBONln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração em bônus; *VRESln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração com participação nos resultados (PR); *VREUln* = Logaritmo natural da parcela variável da remuneração por participação em reuniões; *VOUTln* = Logaritmo natural da parcela variável com outras remunerações; *BPOSln* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios de pós-emprego; *BCECLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração com benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo; *ACAOLn* = Logaritmo natural da parcela da remuneração baseada em ações, incluindo opções; *CTRA* = Percentual dos três maiores acionistas; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*; *NGC* = Empresas que participam do Novo Mercado (NM), variável *dummy*; *PREJ* = variável *dummy*; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

\*, \*\*, \*\*\* indica significância estatística a nível de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

O *R*<sup>2</sup> não demonstra evidências de que a multicolinearidade pode estar influenciando as estimativas. Os testes do *p*-valor do *chi*<sup>2</sup> para todos os modelos indicam que pode ser rejeitada a hipótese de que os modelos não são adequados. *R*<sup>2</sup> de McFadden.

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados da regressão logística para o modelo 1 revelaram que a remuneração total dos executivos (*RTOTln*) demonstrou-se positivamente relacionada à aprovação do pacote (*coef.* = 0,338, *p* < 0,10). Isso significa que quanto maior a probabilidade de aprovação maior será a remuneração total dos executivos, o que confirma a Hipótese 1. Contudo, dentre as variáveis de desempenho, a variável *PREJ* apresentou relação significativa e negativa (*coef.* = -0,879, *p* < 0,05). Isso indica que quando a empresa evidencia prejuízo no período anterior, a probabilidade de aprovação do pacote de remuneração diminui. Esse resultado sugere que os investidores institucionais monitoram o desempenho das empresas e expressam seu descontentamento com a gestão votando pela reprovação da remuneração.

A variável *VOTO* demonstrou-se positivamente relacionada à variável *ACTR* (*coef.* = 1,595, *p* < 0,01) e negativamente relacionada à *AEXT* (*coef.* = -0,785, *p* < 0,10). Para a variável *ACTR*, os resultados sugerem que o acionista controlador é aquele que vota em aprovar os pacotes de remuneração, com chance aproximadamente 4 vezes maior em relação aos acionistas não controladores, o que demonstra a intenção deste grupo em incentivar os executivos das companhias, confirmando a Hipótese 2. Em contrapartida, a variável *AEXT* demonstrou que o voto do acionista residente no exterior é contrário ao voto de aprovação do pacote de remuneração, probabilidade de 45,6%. Isso indica que os acionistas estrangeiros possuem posições contrárias ao voto do acionista controlador sobre a aprovação dos pacotes de remuneração.

Ainda, a variável *DISSID* apresentou relação negativa ao voto de aprovação dos acionistas ( $coef = -2,628, p < 0,01$ ), o que confirma a Hipótese 3. Isso demonstra a insatisfação dos acionistas quanto ao voto de aprovação por parte dos investidores institucionais, ou seja, diminui a chance de aprovação dos pacotes de remuneração. Ressalta-se que a dissidência considerada foi acima de 20%, conforme a literatura (Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016).

O modelo 2 buscou explorar as relações específicas dos tipos de remuneração presentes no pacote. Os resultados da regressão logística para o modelo 1b revelaram que as variáveis *ACTR* e *DISSID* permaneceram estatisticamente significativas ( $coef. = 1,853, p < 0,01$  e  $coef. = -2,721, p < 0,01$ , respectivamente). Em relação aos tipos de remuneração, as variáveis *FBENln*, *FOUTln* apresentaram relação estatisticamente significativas e positivas ( $coef. = 0,084, p < 0,05$  e  $coef. = 0,074, p < 0,05$ , respectivamente). Isso indica que a parcela fixa dos benefícios diretos e indiretos, como, por exemplo, plano de saúde, assistência odontológica, realização de *checkup* médico periódico, seguro de vida e plano de previdência privada, tem relação positiva a aprovação do pacote de remuneração. Esse resultado sugere que os investidores institucionais concordam em aprovar estes benefícios aos executivos.

Em relação às variáveis de controle, *PREJ* e *ATIVOLn* apresentaram relação estatisticamente significativas e negativas ( $coef. = -0,902, p < 0,05$  e  $coef. = -0,271, p < 0,10$ , respectivamente). Isso significa que, novamente, quando as empresas divulgam prejuízos no período anterior, a probabilidade de o pacote de remuneração ser aprovado é menor. Ainda, para o modelo 2, o resultado para a variável *ATIVOLn* indica que quanto maior a quantidade de votos de aprovação menor o tamanho da empresa. Isso significa que empresas maiores possuem maior divergência em aprovar o pacote de remuneração entre os investidores institucionais.

### 4.3 Resultados Adicionais

Com a finalidade de analisar o efeito do excesso de remuneração, optou-se por realizar um teste adicional considerando as remunerações dos executivos acima da média setorial, visto que o excesso de remuneração agrava a expropriação de riqueza (Correa & Lel, 2016; Kimbro & Xu, 2016). Assim, a pergunta que norteia a análise adicional sobre o excesso de remuneração é: a remuneração acima da média do setor influencia na probabilidade de aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos sócios acionistas?

Para tanto, considerou-se o valor de 1 (um) para as empresas que possuíam a remuneração acima da média setorial e 0 (zero) para as que remuneram abaixo da média setorial. A Tabela 5 apresenta os resultados referentes às regressões dos modelos que explicam o excesso de remuneração dos executivos.

Tabela 5

#### Resultados das Regressões Logísticas Adicionais

Equação 3

$$VOTO_i = \beta_0 + \beta_1 RTOTm_i + \beta_2 CTRA_i + \beta_3 ACTR_i + \beta_4 PART_i + \beta_5 DISSID_i + \beta_6 AEXT_i + \beta_7 ACAC_i + \beta_8 ESTD_i + \beta_9 NGC_i + \beta_{10} PREJ_i + \beta_{11} ROA_i + \beta_{12} ALAV_i + \beta_{13} ATIVOLn_i + \varepsilon$$

Equação 4

$$VOTO_i = \gamma_0 + \gamma_0 + \gamma_1 FSALm_i + \gamma_2 FBENm_i + \gamma_3 FPARm_i + \gamma_4 FOUTm_i + \gamma_5 VBONm_i + \gamma_6 VRESm_i + \gamma_7 VREUm_i + \gamma_8 VCOMm_i + \gamma_9 VOUTm_i + \gamma_{10} BPOSm_i + \gamma_{11} BCECm_i + \gamma_{12} ACAOm_i + \gamma_{13} CTRA_i + \gamma_{14} ACTR_i + \gamma_{15} PART_i + \gamma_{16} DISSID_i + \gamma_{17} ACAC_i + \gamma_{18} AEXT_i + \gamma_{19} ESTD_i + \gamma_{20} NGC_i + \gamma_{21} PREJ_i + \gamma_{22} ROA_i + \gamma_{23} ALAV_i + \gamma_{24} ATIVOLn_i + \varepsilon$$

Variáveis	Modelo 3			Modelo 4		
	Coefficiente	Chance	Erro Padrão	Coefficiente	Chance	Erro Padrão
<i>RTOTm</i>	1,064**	2,899	0,496			
<i>FSALm</i>				0,557	1,746	0,574
<i>FBENm</i>				0,487	1,628	0,519
<i>FPARm</i>				-0,473	0,623	0,538
<i>FOUTm</i>				0,486	1,625	0,519
<i>VBONm</i>				-0,37	0,691	0,507
<i>VRESm</i>				0,486	1,626	0,484
<i>VREUm</i>				-0,438	0,645	1,283
<i>VOUTm</i>				0,627	1,872	0,575
<i>BPOSm</i>				-0,376	0,687	0,625
<i>BCECm</i>				0,751	2,12	0,915
<i>ACAOm</i>				1,074*	2,927	0,564
<i>CTRA</i>	-0,863	0,422	1,168	-0,688	0,502	1,299
<i>ACTR</i>	1,734***	5,664	0,587	1,803***	6,068	0,611
<i>PART</i>	0,889	2,432	1,212	1,393	4,026	1,308
<i>DISSID</i>	-2,705***	0,067	0,428	-2,929***	0,053	0,479
<i>ACAC</i>	0,671	1,956	0,530	0,548	1,729	0,586
<i>AEXT</i>	-0,820**	0,44	0,410	-0,785*	0,456	0,427
<i>ESTD</i>	-0,507	0,602	0,475	-0,595	0,551	0,528
<i>NGC</i>	0,632	1,881	0,504	0,609	1,839	0,540
<i>PREJ</i>	-0,714*	0,489	0,395	-0,737*	0,478	0,422
<i>ROA</i>	-0,002	0,998	0,007	-0,003	0,997	0,007
<i>ALAV</i>	-0,011	0,989	0,009	-0,013	0,987	0,010
<i>ATIVOLn</i>	-0,151	0,859	0,109	-0,207*	0,813	0,126
Constante	6,138**		2,437	6,927**		2,742
<i>N</i>		518			518	
<i>R<sup>2</sup></i>		0,3110			0,3370	
<i>Log Likelihood</i>		-114,856			-110,401	
<i>Wald Chi2</i>		103,54			112,46	
<i>Prob &gt; Chi2</i>		0,000			0,000	
<i>Sensitivity</i>		0,979			0,976	
<i>Specificity</i>		0,294			0,353	
<i>ROC</i>		0,889			0,892	
<i>VIF médio</i>		1,420			1,530	

Legenda: *VOTO* = Voto de todos os acionistas que participaram das assembleias gerais, variável *dummy*, aprovação = 1 do contrário = 0; *RTOTm*, *FSALm*, *FBENm*, *FPARm*, *FOUTm*, *VBONm*, *VRESm*, *VREUm*, *VOUTm*, *BPOSm*, *BCECm*, *ACAOm* são variáveis *dummy*, possui remuneração acima da média setorial = 1, do contrário = 0; *ACTR* = Existência de acionista controlador (AC), variável *dummy*, investidor é AC = 1 do contrário = 0; *PART* = Percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. *DISSID* = Variável *dummy*, empresa com rejeição e abstenção acima de 20% = 1 do contrário = 0; *AEXT* = Se o acionista é residente no exterior (RE), variável *dummy*, investidor é RE = 1 do contrário = 0; *ACAC* = Se o investidor faz parte de acordo de acionista (AA), variável *dummy*, investidor participa do AA = 1 do contrário = 0; *ESTD* = Investidor que seja ou pertença ao Estado, variável *dummy*, investidor é público = 1 do contrário = 0; *NGC* = Empresas listadas na B3 que participam do Novo Mercado (NM), Variável *dummy*, empresa pertence ao NM = 1 do contrário = 0; *PREJ* = Variável *dummy*, apresenta prejuízo no ano anterior = 1 do contrário = 0; *ROA* = Lucro Líquido dividido pelo total do ativo; *ALAV* = Alavancagem financeira; *ATIVOLn* = Logaritmo natural do ativo total.

\*, \*\*, \*\*\* indica significância estatística a nível de 0,10, 0,05 e 0,01, respectivamente.

O *R<sup>2</sup>* não demonstra evidências de que a multicolinearidade pode estar influenciando as estimativas. Os testes do p-valor do *chi2* para todos os modelos indicam que pode ser rejeitada a hipótese de que os modelos não são adequados. *R<sup>2</sup>* de McFadden.

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados da regressão logística para o modelo 3 revelaram que as variáveis *ACTR*, *AEXT*, *DISSID* são estatisticamente significantes. Esses resultados demonstram que a presença de investidor residente no exterior e a dissidência dos acionistas é negativamente relacionada ao voto de aprovação dos pacotes de remuneração, tanto para as remunerações em valores quanto para o excesso de remuneração, visto que a variável *RTOTm* mostrou-se estatisticamente significativa e positivamente relacionada ao voto (*coef.* = 1,064,  $p < 0,05$ ). Da mesma forma que os resultados das equações 1 e 2, a variável *PREJ* mostrou-se estatisticamente significativa e negativamente relacionada ao voto (*coef.* = -0,714,  $p < 0,05$ ).

O modelo 4 buscou explorar as relações específicas dos tipos de remuneração em excesso presentes no pacote. Os resultados da regressão logística para o modelo 2b revelaram que as variáveis *ACTR*, *AEXT*, *DISSID* mantiveram-se estatisticamente significativas. Em relação aos tipos de remuneração, os resultados apontam que a variável *ACAO* é estatisticamente significativa e positivamente relacionada ao voto de aprovação (*coef.* = 1,074,  $p < 0,10$ ). Esses resultados sugerem que há um excesso de remuneração variável por meio de pacotes com direito a ações. Isso indica que os executivos podem estar focando no desempenho de longo prazo e agindo como donos para maximizarem o valor da empresa.

## 5. Considerações Finais

Este trabalho teve como objetivo analisar os fatores determinantes para aprovação do pacote de remuneração dos executivos pelos investidores institucionais das empresas brasileiras listadas na B3. Adicionalmente, o trabalho visou contribuir com os pacotes que apresentavam excesso de remuneração. Ademais, contribui com os estudos em países emergentes que possuem concentração acionária (*Insider System*), em especial o Brasil.

Os resultados da pesquisa demonstram que a remuneração total dos executivos está positivamente relacionada à aprovação do pacote de remuneração desses, o que indica um alinhamento entre os investidores institucionais e a remuneração dos executivos das empresas listadas na B3. Contudo, ao contrário do que sugere a literatura internacional (Balsam et al., 2016), no Brasil, o acionista controlador possui o controle substancial da companhia e, portanto, pode influenciar a remuneração executiva, as variáveis de remuneração benefícios diretos e indiretos. Além disso, diferentes valores fixos fazem com que os outros acionistas votem a favor dos pacotes de remuneração.

A variável acionista controlador está positivamente relacionada à aprovação do pacote de remuneração dos executivos. Assim, ao considerar que os controladores visam investimentos de longo prazo nas companhias, entende-se que votem a favor dos pacotes de remuneração, pois desejam incentivar e evitar desgastes com a administração. Além disso, as negociações nos bastidores (acordo de acionistas) e alianças entre acionistas (Obermann & Velte, 2018) fazem com que os acionistas controladores e a concentração acionária – características do modelo *Insider System* – incentivem os investidores a aprovarem os pacotes de remuneração (Falco et al., 2016).

Apesar de a remuneração dos executivos poder ser utilizada como mecanismo de alinhamento de interesses entre as partes interessadas na organização (Beuren et al., 2020), os resultados desta pesquisa sobre dissidência evidenciam um desalinhamento de interesses entre controladores e não controladores, característica do mercado brasileiro, onde há a predominância de conflitos entre principal e principal. Os “outros acionistas” acabam não comparecendo às assembleias, deixando a decisão para controladores, ou votam contrariamente à aprovação do pacote (dissidência). Uma possível explicação para isso seria o fato de os acionistas entenderem que não existe poder de influência perante os controladores quando faltam e quando votam contra demonstram exercer seu ativismo. Contudo, Pinheiro et al. (2020) apontam que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir a possibilidade de conflito entre acionistas.

Os resultados adicionais apontam um excesso de remuneração no pagamento baseado em ações. Os acionistas tendem a ser mais favoráveis a esse tipo de remuneração, o que corrobora os estudos de Conyon e Sadler (2010) e Croci et al. (2012). Este achado confirma que os acionistas controladores podem estar interessados em extrair benefícios privados (Crisóstomo et al., 2020), expropriando a riqueza por meio do pagamento baseado em ações.

Assim, este trabalho contribui com acionistas e gestores empresariais e para a transparência das empresas em relação à sociedade. O conflito principal-principal pode apresentar consequências negativas, como a expropriação de recursos privados pelos controladores em detrimento dos acionistas não controladores. Para isso, as boas práticas de governança corporativa podem contribuir para mitigar os conflitos e proteger os minoritários. Tanto a governança quanto a transparência das informações contribuem para a eficácia na alocação de recursos e no desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro. A divulgação dos incentivos oferecidos diretamente pelos controladores aos gestores, por meio dos pacotes de remuneração, permite que os investidores possam tomar melhores decisões sobre a relação entre desempenho da administração e remuneração.

Este estudo apresenta algumas limitações quanto à assinatura dos acionistas em assembleia, uma vez que o § 2º do Art. 130 da Lei n.º 6.404/1976 autoriza a publicação de ata com omissão das assinaturas dos acionistas, o que dificultou a identificação dos investidores e ocasionou a redução da amostra. Em relação à estrutura de propriedade, foram utilizadas as participações diretas no capital e apenas as participações com direito ao voto (ações ordinárias). Ademais, não foi possível verificar os diferentes tipos de remuneração com pagamento baseado em ação, opções de ações ou ações restritas, considerados relevantes pela literatura internacional na análise das votações dos acionistas. Por fim, diversas empresas foram excluídas da amostra devido ao fato dos pagamentos variáveis não terem sido divulgados, como, por exemplo, os resultados anteriores estarem sendo ainda revistos pela companhia.

## Referências

- Aguiar, A. B. D., & Pimentel, R. C. (2017). Remuneração de executivos e desempenho no mercado brasileiro: relações contemporâneas e defasadas. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(4), 545-568. Doi: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160228>
- 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), 129-152. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>
- Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.
- Antunes, G. A., Teixeira, A. J. C. D., Costa, F. M. D., & Nossa, V. (2013). Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 3(1), 109-138.
- Armstrong, C. S., Gow, I. D., & Larcker, D. F. (2013). The efficacy of shareholder voting: Evidence from equity compensation plans. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 909-950. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12023>
- Assaf Neto, A. Mercado Financeiro. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- Bainbridge, Stephen Mark, Shareholder Activism and Institutional Investors (September 2005). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.796227>

- Balsam, Steven. (2002). An introduction to executive compensation. Academic Press.
- Balsam, S., Boone, J., Liu, H., & Yin, J. (2016). The impact of say-on-pay on executive compensation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(2), 162-191. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.11.004>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71-92. Doi: <https://DOI:10.1257/089533003769204362>
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *The University of Chicago Law Review*, 69(3), 751-846. Doi: <https://doi.org/10.2307/1600632>
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., & Rossi, S. (2009). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3093-3129. Doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn054>
- Beuren, I. M., Pamplona, E., & Leite, M. (2020). Remuneração dos Executivos e Desempenho em Empresas Brasileiras Familiares e Não Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 24(6), 514-531. Doi: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2020190191>
- Brasil. Lei nº 6404, de 1976. *Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações*. Brasília. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., & Thomas, R. (2008). Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, 63(4), 1729-1775. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01373.x>
- Cai, J., & Walkling, R. A. (2011). Shareholders' say on pay: Does it create value?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(2), 299-339. Doi: <https://doi.org/10.1017/S0022109010000803>
- Callado, A. A. C., & do Amaral, B. M. (2005). Fluxos de capitais internacionais de investidores institucionais para o Brasil: um estudo sobre os fatores de atração e de repulsão. *REGE Revista de Gestão*, 12(2), 37-48. Doi: <https://doi.org/10.5700/issn.2177-8736.rege.2005.36516>
- Carvalho, A., & Souza, L. (2014). Private equity and corporate governance in Brazil. *Corporate Ownership & Control*, 12(1), 187-192. Doi: <https://doi.org/10.22495/cocv12i1c1p4>
- Cia, J. C., Guarita, C. I., & Cia, J. N. D. S. (2002). O Duplo Papel do Investidor Institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras. *Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração-ENANPAD*, 26.
- Canyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44. Doi: <https://doi.org/10.5465/amp.2006.19873408>
- Canyon, M. J. (2014). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal*, 124(574), F60-F89. Doi: <https://doi.org/10.1111/eoj.12120>
- Canyon, M. J. (2016). Shareholder dissent on say-on-pay and CEO compensation. Available at SSRN 2748645. Doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2748645>
- Canyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>
- Canyon, M. J., Haß, L. H., Vergauwe, S., & Zhang, Z. (2019). Foreign experience and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, 57, 102-121. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.016>

- Canyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder voting and directors' remuneration report legislation: Say on pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00802.x> ,
- Correa, R., & Lel, U. (2016). Say on pay laws, executive compensation, pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500-520. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.09.003>
- Crisóstomo, V. L., de Freitas Brandão, I., & 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, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318-3335. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.017>
- Cucari, N. (2019). Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15(3), 837-856. Doi: <https://doi.org/10.1007/s11365-018-0556-x>
- Cuñat, V., Gine, M., & Guadalupe, M. (2016). Say pays! Shareholder voice and firm performance. *Review of Finance*, 20(5), 1799-1834. Doi: <https://doi.org/10.1093/rof/rfv056>
- Edmans, A. (2014). Blockholders and corporate governance. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1), 23-50. Doi: <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>
- Ellig, Bruce R. The complete guide to executive compensation. New York, NY: McGraw-Hill, 2007.
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Muslu, V. (2011). Shareholder activism and CEO pay. *The Review of Financial Studies*, 24(2), 535-592. Doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq113>
- Ertimur, Y., Ferri, F., & Oesch, D. (2013). Shareholder votes and proxy advisors: Evidence from say on pay. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 951-996. Doi: <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12024>
- Falco, S. E., Cucari, N., & Sorrentino, E. (2016). Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. *Corporate Ownership & Control*, 13(4), 188-196. Doi: <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c1p12>
- Ferri, F., & Maber, D. A. (2013). Say on pay votes and CEO compensation: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 17(2), 527-563. Doi: <https://doi.org/10.1093/rof/rfs003>
- Ferri, M. S., & Soares, R. O. (2009). Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15-30.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2006). Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 693-714. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.03.002>
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms. *Journal of Business Research*, 60(7), 776-785. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.01.014>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of financial Economics*, 57(2), 275-305. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73. Doi: <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2007.00125.x>

- Gillan, Stuart L. and Starks, Laura T. (1998). A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.663523>
- Giroux, Gary. Executive Compensation: Accounting and Economic Issues. Business Expert Press, 2015.
- Goergen, Marc; Renneboog, Luc. (2011). Managerial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1068-1077. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.06.002>
- Grosse, M., Kean, S., & Scott, T. (2017). Shareholder say on pay and CEO compensation: three strikes and the board is out. *Accounting & Finance*, 57(3), 701-725. Doi: <https://doi.org/10.1111/acfi.12176>
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of finance*, 58(6), 2351-2374. Doi: <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Contexto*, 13(25).
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2015). Say-on-pay votes: The role of the media. *European Accounting Review*, 24(4), 753-778. Doi: <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1034152>
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. F., & Qin, B. (2017). Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes. *Accounting and Business Research*, 47(6), 695-729. Doi: <https://doi.org/10.1080/00014788.2017.1300516>
- Iliev, P., & Vitanova, S. (2019). The effect of the say-on-pay vote in the United States. *Management Science*, 65(10), 4505-4521. Doi: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3062>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC, (2018). *Principais Modelos*. Recuperado de <https://www.ibgc.org.br/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>
- Kaplan, S. E., & Zamora, V. L. (2018). The effects of current income attributes on nonprofessional investors' say-on-pay judgments: Does fairness still matter?. *Journal of Business Ethics*, 153(2), 407-425. Doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3315-3>
- Kimbro, M. B., & Xu, D. (2016). Shareholders have a say in executive compensation: Evidence from say-on-pay in the United States. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(1), 19-42. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.08.003>
- Lopes, A. B., & Furtado, C. V. (2006). Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(SPE2), 108-126. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000500009>
- Loop, P.; Bromilow, C.; Malone, L. (2018). *The Changing Face of Shareholder Activism*. Recuperado de <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism/>
- Monks, R. A. G.; Minow, N. (2011). Corporate Governance. 5. ed. Wiley.
- Morgan, A., Poulsen, A., & Wolf, J. (2006). The evolution of shareholder voting for executive compensation schemes. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 715-737. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.06.001>
- Obermann, J., & Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholder activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, 40, 116-151. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.02.001>



- Pinheiro, L. E. T., Neves, P. A., de Souza, R. M., & Casabianca, M. L. (2019). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2019v16n41p3>
- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 304-324. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1415-65552013000300004>
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Rissatti, J. C., de Souza, J. A. S., & Borba, J. A. (2019). O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), 54-75. Doi: [https://doi.org/10.21446/scg\\_ufrj.v0i0.17527](https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.17527)
- Securities and Exchange Commission. (2011). *SEC Adopts Rules for Say-on-Pay and Golden Parachute Compensation as Required Under Dodd-Frank Act*. Recuperado de <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-25.htm>
- Silva, L. S. (2017) Uma Análise Sobre o Conselho Fiscal: Ativismo e Monitoramento nas Empresas de Capital Aberto no Brasil. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Espírito Santo.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Y. (2013). Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(4), 481-502. Doi: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v11n4.2013.7224>
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de empresas*, 43(3), 50-64. Doi: <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Silveira, A. M. (2010). Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Elsevier Brasil.
- Stathopoulos, K., & Voulgaris, G. (2016). The importance of shareholder activism: The case of say-on-pay. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 359-370. Doi: <https://doi.org/10.1111/corg.12147>
- Terra, P. R. S., & Lima, J. B. N. D. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49. Doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000300004>
- Valenti, G. (2018). Brasil avança no modelo 'uma ação, um voto'. *Valor Econômico*. Recuperado de <https://www.valor.com.br/financas/5636125/brasil-avanca-no-modelo-de-governanca-%3Fuma-acao-um-voto%3F>
- Vargas, L. H. F., Bortolon, P. M., Barros, L. A., & Leal, R. P. (2018). Recent activism initiatives in Brazil. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15(1), 40-50. Doi: <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0035-1>
- Vargas, L. H. F. (2013). Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro: evidências e determinantes em empresas listadas na BM&FBovespa. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2013.

# Efeitos da Incerteza da Política Econômica no Caixa das Empresas Brasileiras

**Gustavo Henrique Dias Souza**

<https://orcid.org/0000-0003-0441-8191>

**Alexandre Teixeira Norberto Batista**

<https://orcid.org/0000-0003-1490-1662>

**Jacqueline Veneroso Alves da Cunha**

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

## Resumo

**Objetivo:** Investigar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa e a folga financeira das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro.

**Métodos:** Utilizando como medidas de incerteza o *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU) e o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIEBr) e como medidas de caixa o próprio caixa e equivalentes e a folga financeira, este estudo usou estimações por GMM - Sistemático, cuja aplicação pode atenuar o problema da endogeneidade, com dados trimestrais de 152 empresas com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2020.

**Resultados:** De forma geral, foram encontradas evidências de que a incerteza da política econômica está positivamente relacionada ao nível de caixa das empresas da amostra, indicando que as empresas retêm mais caixa quando a incerteza aumenta. Análises adicionais sugerem que a incerteza da política econômica também influencia o caixa futuro das firmas. Os resultados indicam, ainda, um resultado mais acentuado quando utilizado o IIEBr em comparação com o EPU, consistente com diferentes formas de cálculo das métricas.

**Contribuições:** O estudo tem implicações para a literatura e para as empresas ao demonstrar o papel das reservas de caixa das empresas no mercado brasileiro na mitigação do efeito adverso da incerteza da política econômica.

**Palavras-chave:** Política de caixa; Folga financeira; Incerteza da política econômica.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 31/08/2021. Pedido de Revisão em 29/11/2021. Resubmetido em 21/12/2021. Aceito em 02/02/2022 por Dra. Márcia Martins Mendes De Luca (Editora assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1. Introdução

O ambiente em que as empresas operam é dinâmico e se molda a partir de diversas decisões políticas e de instituições regulatórias. Portanto, é de se esperar que as mudanças na política econômica afetem o ambiente econômico que uma empresa enfrenta, levando a recursos e políticas insustentáveis, o que pode aumentar o risco de investimentos e operações corporativas (Cheng & Geng, 2021). Assim, dada a possibilidade de a incerteza sobre as políticas governamentais futuras e seus efeitos potenciais afetarem as decisões financeiras das empresas, torna-se relevante, para as empresas e o mercado, entender como essa relação acontece (Demir & Ersan, 2017).

A gestão da liquidez, ou política de caixa corporativo, é fundamental para a flexibilidade financeira de uma empresa (Cheng, Huang, & Li, 2020). Isso porque as empresas muitas vezes decidem atrasar ou reduzir os investimentos como uma estratégia, até que a incerteza relacionada a uma regulamentação ou política macroeconômica seja resolvida (Julio & Yook, 2012; Cheng & Geng, 2021). Além disso, a incerteza da política econômica pode afetar a liquidez de caixa de outras maneiras, como: diminuindo o retorno dos ativos e aumentando o custo de financiamento externo, o que pode aumentar as restrições financeiras das empresas e fazer com que elas retenham caixa para amortecer choques financeiros; fornecendo flexibilidade para explorar oportunidades de investimentos lucrativas futuras – com a retenção do caixa, já que a incerteza tende a ser temporária; além de poder aumentar o conservadorismo gerencial, induzindo os gestores a reterem mais caixa, que é o ativo mais líquido (Phan, Nguyen, Nguyen, & Hedge, 2019).

Entretanto, a análise da política de caixa corporativo das empresas a partir da retenção do caixa não necessariamente expressa a real folga financeira das empresas, visto que o caixa disponível pode não ser suficiente para as necessidades de investimento em capital de giro das firmas, não gerando excesso de recursos (Shaikh, O'Brien, & Peters, 2018). Assim, para captar o recurso que pode ser útil para as empresas, a análise da folga financeira possibilita verificar a disponibilidade de caixa para assumir possíveis riscos em momentos de incerteza (Wiengarten, Fan, Lo, & Pagell, 2017). Apesar disso, vale ressaltar que, se por um lado o excedente de recursos pode mitigar contingências em períodos de incerteza, por outro lado pode indicar ineficiência a projetos de investimento que não geram valor para acionistas (Picolo, Dal Magro, Silva, & Bernardo, 2018).

A incerteza da política econômica é causada, principalmente, pela intervenção governamental relacionada a impostos, gastos do Governo e políticas monetárias e reguladoras (Bonaime, Gulen, & Ion, 2018). A percepção da sua magnitude no ambiente pode ser captada pelo índice proposto por Baker, Bloom e Davis (2016), o EPU, o qual está disponível para diversos países. Para o cenário brasileiro, em específico, o Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE-FGV) desenvolveu o IIE-Br, que também busca mensurar a incerteza do cenário econômico brasileiro (Ferreira, Vieira, Silva, & Oliveira, 2019).

O ambiente brasileiro se mostra propício para a análise da incerteza da política econômica, uma vez que, desde as eleições presidenciais de 2014, o cenário de incerteza tem feito parte do cotidiano do país, constatado pela alta volatilidade dos índices (Barboza & Zilberman, 2018; Schwarz & Dalmácio, 2020). Ademais, os índices de incerteza do Brasil estão entre os maiores do mundo, além de serem mais resistentes na queda (Gouveia, 2021). Tais fatos motivam a investigação específica do cenário brasileiro de incerteza e o seu efeito nas decisões financeiras das empresas.

Nesse contexto de possibilidade de afetação do caixa das firmas a partir da política econômica, estabelece-se a questão que move este estudo: **Quais os efeitos da incerteza da política econômica sobre as disponibilidades de caixa e a folga financeira das empresas no cenário brasileiro?** Desse modo, o objetivo deste trabalho é investigar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa e a folga financeira das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro.

A estrutura proposta para esta investigação diferencia este estudo dos demais que analisaram o cenário brasileiro (Demir & Ersan, 2017) ao dar enfoque à disponibilidade imediata de caixa e em métricas alternativas de incerteza, o que garante maior robustez nas inferências trazidas, além de modelar o problema de endogenia inerente a dados econômicos e financeiros (Barros *et al.*, 2020), não considerados nos demais estudos.

Este estudo possui potencial para demonstrar o papel das reservas de caixa das empresas do mercado brasileiro na mitigação do efeito adverso da incerteza da política econômica. Além disso, pode-se identificar a relação do caixa disponível com a incerteza e não como uma manifestação do atraso em investimentos, analisando também outras informações específicas da firma e do ambiente macroeconômico (Duong *et al.*, 2020). O entendimento sobre a política de caixa das empresas e o que a influencia, também possui potencial para aprimorar o conhecimento sobre o valor das empresas, investimento corporativo, opções de financiamento, lucratividade, risco e crescimento econômico (Cruz, Kimura, & Sobreiro, 2019).

A análise da folga financeira pode trazer, ainda, direcionamento para os gestores sobre a estrutura patrimonial e financeira mais adequada ao cenário de incerteza. Ademais, a aplicação do estimador sistêmico do GMM para verificar a relação entre o caixa e a incerteza direciona futuros estudos com a indicação desse método, que é mais adequado, reconhecendo o comportamento dinâmico/recursivo das variáveis financeiras, que normalmente causam problemas de endogenia, que não são discutidos em boa parte dos estudos existentes.

## 2. Referencial Teórico

### 2.1 Teorias sobre a Política de Caixa das Firms

Diversos são os estudos que investigam o comportamento das empresas frente aos recursos que compõem as reservas de caixa. De acordo com a economia keynesiana, a partir da teoria da preferência pela liquidez, existem três motivos principais para se reter dinheiro: transação, especulação e precaução (Keynes, 1936). O motivo da transação pressupõe que agentes econômicos precisam ter reservas suficientes para cobrir seus gastos diários. A especulação permite que as empresas tenham recursos para possíveis oportunidades de negócios. E a precaução serve como garantia para a imprevisibilidade quanto aos fluxos de caixa futuros, salvaguardando situações com necessidades de desembolsos antes inesperadas. Adicionando a esses motivos, Bates, Kahle e Stulz (2009) ressaltam que a teoria e as evidências sugerem quatro motivos: transação, precaução, impostos e agência. Sobre os impostos, os autores ressaltam que a motivação estaria ligada à busca por aliviar a carga fiscal da repatriação de operações inter-regionais. Já o motivo decorrente de agência se relaciona à preferência de manter o caixa em vez de pagar mais dividendos aos acionistas.

Já no atual cenário da moderna teoria de finanças, podem ser adicionadas outras teorias para explicar a retenção do caixa das firmas: *Static Trade-off Theory* – STT (Myers, 1984), *Pecking Order Theory* – POT (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984); *Agency Theory* (Jensen & Meckling, 1976) e *Free Cash-Flow* (Jensen, 1986).

A *Static Trade-off Theory* (STT) a partir da ótica da liquidez do caixa, propõe que as empresas devem manter um nível ideal ou alvo de retenção de caixa, considerando o custo da escassez do caixa e o custo de oportunidade de manter esses ativos líquidos (Hu, Li, & Zeng, 2019).

A *Pecking Order Theory* (POT) se opõe à STT, pois estabelece que haveria uma hierarquia de preferência de fontes de financiamento, em que as empresas priorizam fontes internas a partir do caixa retido e, posteriormente, utilizariam de captação externa por meio de dívida e, por fim, pelo aumento de capital, emitindo novas ações (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984).

A *Agency Theory*, proposta por Jensen e Meckling (1976), busca tratar da relação existente, no que diz respeito a conflitos de interesses, entre os agentes econômicos das firmas: os detentores do capital, representados na figura do principal; e os gestores, representados na figura do agente. Dessa maneira, a Teoria da Agência sublinha que os gestores podem reter mais caixa para alcançar benefícios pessoais (Jensen & Meckling, 1976). Assim, os gestores são avessos ao risco, que pode desestabilizar seu bem-estar, e por isso buscam manter altos níveis de reservas no caixa motivados pela precaução (Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999).

Já a teoria *Free Cash-Flow* ou do fluxo de caixa livre de Jensen (1986) parte da ideia de que os gestores possuem incentivos em aumentar as retenções de caixa das empresas, a fim de aumentarem o seu poder discricionário na tomada de decisão. Dessa forma, essa abordagem sugere que os acionistas podem tentar diminuir o acesso dos gestores a esse caixa disponível, buscando reduzir os conflitos de agência.

A partir dos desenvolvimentos teóricos sobre as decisões corporativas em manter reservas de caixa, estudos foram feitos avaliando os determinantes dessas políticas de caixa das empresas. Em um dos artigos seminais, Opler *et al.* (1999) buscaram examinar os determinantes das reservas de caixa no mercado estadunidense e encontraram evidências de que empresas com maiores oportunidades de crescimento, com atividades mais arriscadas e empresas menores possuem mais caixa do que as demais. Assim, os autores ressaltam que os gestores tendem a acumular mais caixa se tiverem oportunidade e atribuem esse comportamento principalmente à motivação por precaução, já que reter caixa poderia reduzir o risco da empresa e aumentar a discricionariedade dos gestores (Opler *et al.*, 1999).

Mais recentemente, analisando a literatura que trata da liquidez de caixa, Cruz, Kimura e Sobreiro (2019) destacam que os determinantes do caixa têm sido pesquisados e que as abordagens dos estudos giram em torno de verificar as variações e os fatores que impulsionam os aumentos recentes e persistentes no caixa das firmas; analisar as características individuais das empresas para explicar esse comportamento corporativo; e outros fatores, como crise financeira, direitos do credor, fatores culturais, aspectos governamentais, dentre outros. Além disso, o caixa das firmas tem sido estudado também como antecedente a outras decisões corporativas, como níveis de investimento, responsabilidade social, aquisições, recompras de ações e política de pagamento (Cruz, Kimura, & Sobreiro, 2019).

Nesse contexto, a partir da análise da política de caixa corporativo das firmas, este estudo se enquadra na vertente da literatura que estuda os determinantes do caixa e é inserido na investigação sobre a relação entre o caixa das firmas e a incerteza da política econômica em nível país.

## 2.2 Incerteza da Política Econômica e a Política de Caixa

A incerteza da política econômica está relacionada à incapacidade dos participantes do mercado em prever com precisão quando, como e se um governo irá mudar suas políticas econômicas, além de considerar as políticas monetárias e fiscais (Gulen & Ion, 2016; Li, 2021). Tais mudanças na política econômica geralmente são feitas com o objetivo de evitar recessões econômicas provenientes de choques externos, como crises financeiras, por exemplo (Bloom, 2009). Assim, durante as recessões, a incerteza da política econômica pode apresentar aumentos expressivos, já que os formuladores de políticas devem tentar uma estabilização da economia e um estímulo ao crescimento, enquanto em períodos de expansão econômica não parece haver necessidade de muitos ajustes ou intervenções econômicas (Pástor & Veronesi, 2013).

Dessa forma, a incerteza da política econômica, como um conceito intrinsecamente não observável, não possui mensuração direta (Solarin & Gil-Alana, 2021). Entretanto, principalmente a partir de análise textual, avanços significativos foram feitos com relação a medidas para avaliar a incerteza da política econômica (Kaya, 2018). Dentre essas medidas, este estudo se restringe à utilização de duas: *Economic Policy Uncertainty Index* e o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil.

O EPU foi desenvolvido por Baker, Bloom e Davis (2016) inicialmente para os Estados Unidos, como uma medida que reflete a frequência de termos nos dez principais jornais do país. O índice criado para os Estados Unidos captura a cobertura jornalística de incertezas econômicas das políticas do país, as disposições do código tributário para expirar no futuro e a discordância entre analistas econômicos como uma medida para incerteza.

A robustez do EPU foi comprovada quando comparado com outras métricas de incerteza política e econômica, apresentou movimentos semelhantes quando comparado o índice em bases de jornais inclinados para a direita ou para a esquerda, além de apresentar validação de uso de mercado e dos termos que compõem a métrica (Baker, Bloom, & Davis, 2016).

Adicionalmente à criação do índice para o cenário estadunidense, os autores estendem a proposta para três outras dimensões: a medida no passado, a medida entre países e a medida para categorias de políticas específicas (Baker, Bloom, & Davis, 2016). Assim, utilizando o método de forma semelhante, o índice foi calculado para outros 25 países, incluindo o Brasil e mais um índice global. O índice de incerteza da política econômica para o Brasil é disponibilizado desde 1991 até o presente, sendo calculado a partir do componente de frequência de termos em notícias do jornal Folha de São Paulo.

Expandido à variedade de jornais utilizados por Baker, Bloom e Davis (2016), outra métrica foi criada para o cenário brasileiro: o IIEBr, de Ferreira *et al.* (2019), com série disponibilizada desde 2000. Ressalta-se a importância da expansão das fontes de mídia propostas pelo IIEBr, o que pode neutralizar vieses, ênfases e perspectivas, já que a utilização de uma única fonte pode trazer suscetibilidade a vieses de perspectiva da mídia escolhida (Schymura, 2019). O IIEBr utiliza dois componentes, a incerteza midiática e a incerteza proveniente da discordância entre analistas. A incerteza capturada na mídia é proveniente de seis dos maiores jornais de circulação do país (Valor Econômico, Folha de São Paulo, Correio Braziliense, Estadão, O Globo e Zero Hora), enquanto as discordâncias de previsões são referentes à Selic, ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e à taxa de câmbio. O indicador foi considerado eficiente em capturar eventos recentes do cenário brasileiro, como escândalos de corrupção, crise fiscal e econômica, *impeachment* da ex-presidente em 2016, dentre outros (Ferreira *et al.*, 2019).

Nessa conjuntura de crises e incertezas quanto ao cenário político e econômico futuro, as empresas podem buscar manter maiores recursos em caixa para a segurança contra possíveis perdas ou horizontes prejudiciais (Demir & Ersan, 2017; Cheng & Geng, 2021). Alguns estudos testaram essa hipótese empiricamente, como Xu, Chen, Xu e Chan (2016); Demir e Ersan (2017); Feng, Lo e Chan (2019); Li (2019); Phan *et al.* (2019) e Duong *et al.* (2020).

Analisando empresas chinesas, Xu *et al.* (2016) utilizam da incerteza política, criada pela rotatividade política no município em que uma empresa está localizada, para analisar sua relação com o caixa das empresas entre 1998 e 2014. Os resultados indicam que durante o primeiro ano de um novo político municipal, ou seja, período de maior incerteza, as empresas retêm mais caixa.

Já utilizando como *proxy* o EPU de Baker *et al.* (2016), Demir e Ersan (2017) examinam o efeito da incerteza nas decisões de retenção de caixa das empresas nos países do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) para o período de 2006 a 2015. As análises do estudo evidenciam uma relação positiva na liquidez de caixa, tanto no resultado agregado para todos os países quanto no resultado individual. Analisando o resultado específico do Brasil, o estudo constatou que as empresas brasileiras são as que possuem menor ajuste de caixa com relação ao EPU (Demir & Ersan, 2017). É importante ressaltar que este estudo se difere do de Demir e Ersan (2017), avançando na testagem de *proxies* alternativas para a variável de incerteza e incluído o fator de incerteza da economia. Outro fator é que aqui buscou-se a compreensão do efeito na folga financeira das empresas brasileiras, sendo este o único estudo de que se tem conhecimento até o momento, a verificar essa relação considerando a disponibilidade imediata de caixa.

Estudando empresas chinesas no período de 2003 a 2015, Feng, Lo e Chan (2019) mostraram que as empresas aumentam suas reservas de caixa durante momentos de maior incerteza da política econômica, utilizando o caixa como uma rede de segurança (Feng, Lo, & Chan, 2019). Além disso, o estudo confirma que as empresas que aumentam suas reservas de caixa durante uma alta na incerteza medida pelo EPU apresentam valores de empresas mais altos.

Com uma amostra dos Estados Unidos, no período de 1985 a 2014, Duong *et al.* (2020) analisam se as empresas aumentam o caixa em resposta a uma maior incerteza da política econômica, abrangendo o EPU e, adicionalmente, as conexões políticas das firmas. Os resultados mostram que há uma forte associação positiva entre a incerteza da política econômica e a liquidez corporativa, sendo ainda mais pronunciada para empresas com alta dependência do Governo, com governos como seus principais clientes, com alta exposição ao risco político e com alta sensibilidade dos retornos às mudanças na incerteza (Duong *et al.*, 2020). Baseando-se nessas discussões, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>1</sub>: Há uma relação positiva entre a incerteza da política econômica e a política de caixa presente e futura das empresas listadas no mercado brasileiro.**

Nesse contexto, uma das implicações dessa relação para o cenário empresarial brasileiro é o possível impulsionamento de uma recessão econômica. As decisões generalizadas por reterem caixa pelas empresas brasileiras, em resposta ao momento de incerteza, restringem a aplicação desses recursos em ativos mais rentáveis (de longo prazo). Isso pode gerar estagnação no crescimento das empresas, restringir o alcance de economias de escala e prejudicar a oferta de bens. No caso específico do cenário brasileiro, a recessão causada por essa relação é intensificada, pois o país já vem sofrendo com acúmulos negativos de investimento líquido em estoque de capital (Souza Jr & Cornélio, 2020). Isto é, os níveis de investimento agregado não são suficientes para reposição da depreciação da estrutura produtiva e o país não consegue acumular estoque de capital.

A retenção de caixa também pode surgir pela redução de custos oriundos de cortes na estrutura produtiva e demissões, o que pode gerar desaquecimento pelo lado da demanda, com acentuação no nível de desemprego, que também já é um grave problema no Brasil.

Especificamente para o mercado de capitais brasileiro, não foram encontrados estudos que analisem como o EPU influencia no caixa das empresas, nem estudos que utilizem a métrica IIEBr para este tipo de investigação. Dessa forma, este estudo pode contribuir para a literatura elencada mostrando a relação entre o EPU e a política de caixa corporativo, ampliando o entendimento atual sobre o cenário do mercado de capitais brasileiro em momentos de incerteza da política econômica.

### 3. Considerações Metodológicas

#### 3.1 Amostra e fonte de dados

Como amostra final, foram utilizadas 152 empresas de capital aberto listadas na B3, após algumas delimitações. Foram eliminadas as empresas financeiras, devido às suas particularidades inerentes ao setor, o que afetaria mensurações das variáveis deste estudo. Além disso, foram excluídas as empresas que apresentaram patrimônio líquido negativo ou dados faltantes que seriam necessários para a sua realização. Para essa amostra então delimitada, foram utilizados dados trimestrais do período de 2010 (demarcado pelo início da adoção obrigatória aos padrões internacionais de contabilidade, o que afetou a estrutura anterior das demonstrações contábeis) a setembro de 2020 (último trimestre com dados disponíveis no momento da coleta de dados).

A pesquisa foi desenvolvida utilizando algumas bases de dados. Nos *websites* da Economática® (economatica.com) e da Comdinheiro® (comdinheiro.com.br) foram coletadas informações financeiras. Dados referentes à incerteza para ambos os índices, EPU e IIEBr, são provenientes do portal *Economic Policy Uncertainty* (policyuncertainty.com). Informações também foram coletadas no *website* do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE – ibge.gov.br).

### 3.2 Mensuração das variáveis, modelo e procedimentos econométricos

Para representar a política de caixa das empresas, inicialmente foi utilizado o nível de caixa e equivalentes de caixa deflacionado pelos ativos totais para cada empresa (Equação 1), conforme literatura anterior (Xu *et al.*, 2016; Demir & Ersan, 2017; Feng, Lo & Chan, 2019; Li, 2019; Phan *et al.*, 2019; Duong *et al.*, 2020). Uma alternativa utilizada para capturar a política de caixa corporativo foi a folga financeira das empresas, reconhecendo que o nível de caixa e equivalentes poderia não representar a efetiva disponibilidade de caixa em períodos com maior incerteza (Wiengarten *et al.*, 2017; Shaikh, O'Brien, & Peters, 2018). Para isso, foi utilizada a diferença entre ativo financeiro circulante e passivo financeiro circulante deflacionado pelo ativo total (Equação 2), chamado de “saldo de tesouraria” pelo Modelo Fleuriet© (Fleuriet, 2021).

$$CaixaEq_{i,t} = \frac{Caixa\ e\ Equivalentes\ de\ Caixa_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}} \quad (1)$$

$$FolgaFin_{i,t} = \frac{(Ativo\ Circulante\ Financeiro - Passivo\ Circulante\ Financeiro)}{Ativo\ Total_{i,t}} \quad (2)$$

Para as variáveis de incerteza da política econômica, foram utilizadas as *proxies* provenientes do *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU) e do Indicador de Incerteza Econômica Brasil (IIEBr). Como ambas as medidas de incerteza da política econômica são referentes a dados mensais e o estudo consiste em períodos trimestrais, as variáveis foram testadas de três formas diferentes encontradas na literatura, todas em base logarítmica (Demir & Ersan, 2017; Nguyen & Phan, 2017; Feng, Lo & Chan, 2019; Li, 2019; Phan *et al.*, 2019; Duong *et al.*, 2020). A primeira se refere ao escore do último mês de cada trimestre (*tEPU* ou *tIIE*) (Equação 3.1). A segunda corresponde à média dos indicadores mensais ao longo de cada trimestre (*mEPU* ou *mIIE*) (Equação 3.2). E a terceira representa uma média ponderada, em que o valor do mês mais recente recebe maior peso (*wEPU* ou *wIIE*) (Equação 3.3).

$$tIncerteza_t = \ln EPU_m \text{ ou } \ln IIEBr_m \quad (3.1)$$

$$mIncerteza_t = \ln \left( \frac{\sum_{m=1}^3 EPU_m}{3} \right) \text{ ou } \ln \left( \frac{\sum_{m=1}^3 IIEBr_m}{3} \right) \quad (3.2)$$

$$wIncerteza_t = \ln \left( \frac{3 \cdot EPU_m + 2 \cdot EPU_{m-1} + EPU_{m-2}}{6} \right) \text{ ou } \ln \left( \frac{3 \cdot IIEBr_m + 2 \cdot IIEBr_{m-1} + IIEBr_{m-2}}{6} \right) \quad (3.3)$$



Seguindo a literatura, foram identificados e utilizados determinantes do caixa corporativo, sendo aplicados como variáveis de controle do estudo (Xu *et al.*, 2016; Demir & Ersan, 2017; Feng, Lo & Chan, 2019; Li, 2019; Phan *et al.*, 2019; Duong *et al.*, 2020). Essas variáveis de controle, bem como a especificação e operacionalização, são apresentadas na Figura 1.

Variável	Descrição	Operacionalização	Evidências Anteriores
<i>Tam</i>	Tamanho da empresa	Transformação logarítmica do ativo total	
<i>MTB</i>	Market-to-book	Relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido	
<i>FC</i>	Fluxos de caixa	Lucro após juros, dividendos e impostos, mas antes da depreciação, deflacionado pelo total de ativos	
<i>CGL</i>	Capital de Giro Líquido	Capital de giro líquido dos ativos líquidos, deflacionado pelo ativo total	Xu, Chen, Xu e Chan (2016); Demir e Ersan (2017); Feng, Lo e Chan (2019); Li (2019); Phan, Nguyen, Nguyen e Hegde (2019); Duong, Nguyen, Nguyen e Rhee (2020)
<i>DC</i>	Despesas de Capital	Investimento de capital, deflacionado pelo ativo total	
<i>Alav</i>	Alavancagem	Proporção da dívida total (dívida de longo e curto prazo), deflacionada pelo ativo total	
<i>Divid</i>	Pagamento de Dividendos	Variável dummy que indica se uma empresa paga dividendos em um determinado ano	
$\Delta Rec$	Varição da Receita de Vendas	Receita de vendas no momento $t$ menos a receita de vendas do momento $t-1$ , deflacionada pela receita em $t$	
$\Delta PIB$	Varição do Produto Interno Bruto (PIB)	Varição do PIB do trimestre $t$ em relação ao trimestre $t-1$	

**Figura 1.** Variáveis de controle do estudo

Devido ao comportamento recursivo ou dinâmico do caixa, adotou-se neste estudo a variável dependente defasada como variável explicativa. Para isso, foram utilizados os estimadores do Método dos Momentos Generalizados Sistêmico (GMM-Sistêmico), de Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). A utilização do estimador GMM-Sistêmico distingue a abordagem deste estudo com a dos outros estudos listados que tratam da relação entre o caixa e a incerteza da política econômica, os quais utilizaram estimador de efeitos fixos para a investigação, a saber: Xu, Chen, Xu e Chan (2016); Demir e Ersan (2017); Feng, Lo e Chan (2019); Li (2019); Phan, Nguyen, Nguyen e Hegde (2019) e Duong, Nguyen, Nguyen e Rhee (2020).

Comparando o estimador de efeitos fixos ao estimador GMM-Sistêmico, Gupta e Bedi (2020) ressaltam que o GMM-Sistêmico oferece duas vantagens nesse tipo de estudo: 1) considera a natureza dinâmica dos ajustes de caixa e permite incluir o valor defasado de caixa como variável independente da modelagem; e 2) controla, a partir do uso de instrumentos, a potencial simultaneidade entre o caixa e seus determinantes. O estimador de efeitos fixos, por sua vez, resulta em estimativas viesadas e inconsistentes com a utilização de valor defasado da variável dependente (Nickell, 1981) e na presença de regressores endógenos (Antonakis, Bendahan, Jacquart, & Lalive, 2010; Gippel, Smith, & Zhu, 2015).

Assim, foram estimados dois modelos neste estudo: o primeiro considera que os efeitos dos determinantes e da incerteza da política econômica influenciam o caixa no mesmo período de tempo (Equação 4), e o segundo parte do pressuposto que os recursos em caixa no período futuro ( $t + 1$ ) são afetados pelos determinantes e a incerteza do período atual ( $t$ ) (Equação 5).

$$\begin{aligned} Caixa_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t-1} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} \\ & + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} CaixaEq_{i,t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} \\ & + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

Em que:

$i = 1, \dots, N$  empresas de capital aberto listadas na B3;  $t = 1, \dots, T$  períodos trimestrais de 2010 a setembro de 2020;  $\alpha_0$ : intercepto do modelo;  $\beta_k$ : coeficiente angular da  $k$ -ésima variável explicativa do modelo; *Caixa*: proxy para a política de caixa corporativo, a qual assume as variáveis *CaixaEq* (Eq. 1) e *FolgaFin* (Eq. 2); *Incerteza*: variável de incerteza da política econômica, que assume EPU e IIEBr em três formas de cálculo distintas (Eq. 3.1, 3.2 e 3.3); *Tam*: tamanho das empresas, representado pelo logaritmo natural dos ativos totais; *MTB*: indicador *Market-to-book*; *FC*: Fluxos de Caixa; *CGL*: Capital de Giro Líquido; *DC*: Despesas de Capital; *Alav*: Alavancagem; *Divid*: *Dummy* para pagamento de dividendos;  $\Delta Rec$ : Variação da Receita de Vendas;  $\Delta PIB$ : variação do PIB; e  $\varepsilon$ : erro usual do modelo de regressão.

Para o ajuste de adequação da modelagem, conforme destacam Barros, Bergmann, Castro e Silveira (2020), a inclusão de uma defasagem da variável dependente entre os regressores pode ser suficiente, mas outras defasagens também podem ser importantes para capturar o comportamento dinâmico da variável dependente. Assim, foram utilizadas duas defasagens das variáveis dependentes como regressores dos modelos, seguindo as indicações de Barros *et al.* (2020) com relação à endogenia do comportamento dinâmico da variável resposta.

A validade das estimativas obtidas a partir do estimador GMM-Sistêmico para os modelos descritos depende de testes de diagnóstico (Gupta & Bedi, 2020). Assim, os testes de multicolinearidade (estatística VIF), de estacionariedade das variáveis (teste de raiz unitária de Fisher), de autocorrelação do termo de erro (teste de autocorrelação de Arellano e Bond), de exogeneidade dos instrumentos (Sargan/Hansen) e o teste de diferença de Hansen (DIF-Hansen) foram realizados para a validação e os resultados são apresentados nas tabelas de resultados. Ademais, ressalta-se que as variáveis regressoras de nível da firma dos modelos foram winsorizadas em 1% para ambas as caudas das distribuições de dados, a fim de mitigar os possíveis efeitos de valores extremos.

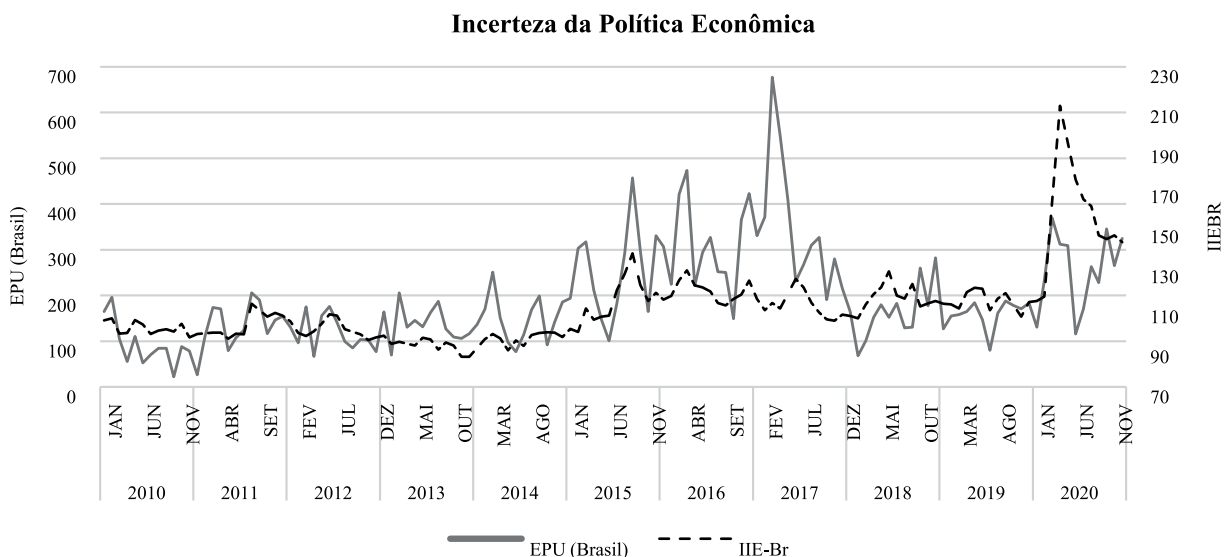
Ressalta-se que, com relação à adequação do GMM-Sistêmico, foram aplicados os testes de autocorrelação de primeira e segunda ordem, AR(1) e AR(2), no termo de erro idiossincrático de Arellano e Bond, evidenciando a presença de autocorrelação de primeira ordem significativa e autocorrelação de segunda ordem não significativa. Verificou-se no teste Hansen a não rejeição da hipótese nula de validade dos instrumentos. Ademais, no teste Dif-Hansen não se rejeitou a hipótese nula para validade do GMM-Sistêmico comparativamente ao GMM-Dif, atestando a adequabilidade do estimador. Destaca-se, ainda, que os modelos não apresentam indícios de multicolinearidade a partir dos valores de fator de inflação de variância e que as séries de dados das variáveis foram consideradas estacionárias e possibilitando a aplicação da estimação por GMM-Sistêmico.

## 4. Apresentação e Análise dos Resultados

### 4.1 Estatísticas Descritivas dos Dados da Pesquisa

Analisando inicialmente as séries dos indicadores de incerteza da política econômica (Figura 2), é possível observar que, ao longo do tempo, o EPU é mais volátil que o IIEBr. Apesar de o IIEBr apresentar alterações mais suaves, é possível observar um comportamento similar ao do EPU. Essa diferença de variabilidade dos indicadores pode ser fruto das diferenças de fontes de informação para a construção dos indicadores, já que o EPU se baseia em um único jornal, enquanto o IIEBr se baseia em seis veículos de comunicação (Quinteiro, Medeiros & Niyama, 2020).

Além disso, é possível verificar que os indicadores sinalizam os momentos de incerteza que vêm sendo vividos no cenário brasileiro, sendo possível observar picos em torno dos escândalos de corrupção, do processo de *impeachment* e das eleições (período 2015-2018), sinalizando a instabilidade na conjuntura econômica e política do país.



**Figura 2.** Evolução das Variáveis de Incerteza da Política Econômica no período de 2010 a 2020

Fonte: dados do portal *Economic Policy Uncertainty*.

Um resumo da estatística descritiva das variáveis do estudo sugere a heterogeneidade das empresas da amostra (Tabela 1). É possível observar empresas que trabalham com caixa zero (CaixaEq), que não possuem despesas de capital (DC) em algum dos períodos e que também não se utilizam de dívidas onerosas (Alav). Observa-se, ainda, empresas com folga financeira negativa (FolgaFin), o que indica que os passivos financeiros circulantes superam os recursos disponíveis para o possível pagamento desses compromissos. Ademais, nota-se que caixa e equivalentes de caixa representam cerca de 8,6% dos ativos totais das empresas.

Tabela 1

**Estatísticas Descritivas das Variáveis do Estudo**

Variável	Média	Desvio Padrão	Coef. Var.	Mínimo	Máximo
<i>CaixaEq</i>	0,086	0,095	1.113	0,000	0,842
<i>FolgaFin</i>	0,048	0,141	2.933	-0,602	0,930
<i>EPU</i>	5,232	0,521	0.100	4,341	6,518
<i>IIE</i>	4,700	0,154	0.033	4,444	5,157
<i>Tam</i>	15,313	1,737	0.113	11,368	19,754
<i>MTB</i>	1,964	2,030	1.033	0,161	11,509
<i>FC</i>	0,026	0,024	0.921	-0,041	0,118
<i>CGL</i>	0,174	0,187	1.070	-0,231	0,752
<i>DC</i>	0,015	0,018	1.187	0,000	0,112
<i>Alav</i>	0,277	0,170	0.616	0,000	0,687
<i>ΔRec</i>	0,034	0,284	8.369	-0,670	1,628
<i>ΔPIB</i>	0,003	0,037	1.375	-0,070	0,093

Na Tabela 2, são apresentados os coeficientes de correlação entre as variáveis dos modelos estimados no estudo.

Tabela 2

**Matriz de Correlação das Variáveis do Estudo**

	CaixaEq	FolgaFin	EPU	IIE	Tam	MTB	FC	CGL	DC	Alav	ΔREC	Divid
<i>FolgaFin</i>	<b>0,571</b>											
<i>EPU</i>	0,000	-0,015										
<i>IIE</i>	0,012	0,008	<b>0,412</b>									
<i>Tam</i>	<b>-0,093</b>	<b>-0,146</b>	-0,001	0,020								
<i>MTB</i>	<b>0,091</b>	<b>0,152</b>	<b>-0,079</b>	-0,011	<b>0,040</b>							
<i>FC</i>	<b>0,039</b>	<b>0,049</b>	<b>-0,067</b>	<b>-0,079</b>	<b>0,090</b>	<b>0,390</b>						
<i>CGL</i>	<b>0,385</b>	<b>0,595</b>	<b>-0,026</b>	<b>-0,041</b>	<b>-0,301</b>	<b>-0,032</b>	<b>-0,079</b>					
<i>DC</i>	-0,020	-0,015	<b>-0,076</b>	<b>-0,131</b>	<b>0,080</b>	<b>0,119</b>	<b>0,183</b>	<b>-0,167</b>				
<i>Alav</i>	-0,006	<b>-0,340</b>	0,024	<b>0,039</b>	<b>0,441</b>	<b>0,105</b>	<b>0,052</b>	<b>-0,254</b>	<b>0,092</b>			
<i>ΔRec</i>	-0,004	0,022	<b>-0,072</b>	0,010	-0,016	0,001	<b>0,117</b>	<b>-0,004</b>	<b>0,063</b>	-0,022		
<i>Divid</i>	<b>0,057</b>	<b>0,094</b>	<b>-0,127</b>	-0,031	<b>0,144</b>	<b>0,199</b>	<b>0,209</b>	<b>0,046</b>	0,024	-0,016	-0,002	
<i>ΔPIB</i>	0,006	0,014	<b>-0,250</b>	<b>-0,144</b>	-0,001	<b>0,016</b>	<b>0,060</b>	0,007	<b>0,082</b>	-0,014	<b>0,251</b>	<b>0,150</b>

Nota: correlações significativas ao nível de 5% destacadas em negrito.

Observa-se, inicialmente, na Tabela 2, o relacionamento preliminar entre as variáveis incluídas no modelo. Com destaque para as variáveis de interesse, observa-se que não há correlação significativa entre as variáveis de caixa e as variáveis de incerteza. Observa-se baixa correlação entre as variáveis independentes dos modelos, o que é desejável para os pressupostos da modelagem econométrica. Tal condição é corroborada com a estatística VIF, com valor médio de 1,18 com os modelos para ambas as variáveis dependentes, indicando que não há problema de multicolineariedade, de acordo com o limite de tolerância para essa estatística na área das ciências sociais aplicadas (Wooldridge, 2019).

## 4.2 Resultados dos Efeitos da Incerteza da Política Econômica sobre a Política de Caixa

Os resultados das estimações da Equação (4) são apresentados nas Tabela 3 (CaixaEq) e Tabela 4 (FolgaFin). Recorda-se que foram utilizados, nesta etapa, doze modelos empíricos diferentes para investigar os efeitos da incerteza da política econômica sobre a política de caixa das empresas, em que a incerteza foi mensurada de seis formas diferentes (mEPU, tEPU, wEPU, mIIE, tIIE e wIIE) e o caixa mensurado de duas formas (CaixaEq e FolgaFin).

Considerando o modelo com a variável dependente de caixa e equivalentes de caixa (CaixaEq), os resultados são consistentes para diferentes medidas de incerteza da política econômica, não sendo significativa apenas a medida tEPU (índice EPU do último mês do trimestre). As relações se apresentam positivas, conforme o esperado, indicando que aumentos na incerteza da política econômica influenciam o nível de caixa das empresas. A não significância da variável tEPU pode ser um indicativo de que a métrica não consiga refletir incerteza capaz de afetar o volume de caixa e equivalentes ainda dentro daquele trimestre, o que não acontece com as demais medidas.

Assim, dadas as possibilidades de a incerteza da política econômica afetar as empresas, esse resultado pode indicar que nesses momentos as empresas tendem a economizar mais recursos de caixa gerados internamente, além de tomarem decisões mais conservadoras com a incerteza elevada, reduzindo, por exemplo, pagamentos de dividendos ou a recompra de ações (Li, 2019).

Nota-se que os resultados da variável IIE apresentam coeficientes significativos e mais elevados (entre 0,010 e 0,018), em comparação com o EPU, o que pode ser consistente com a mensuração dessa métrica, que inclui fatores de ponderação de variáveis macroeconômicas, determinantes das decisões corporativas. Analisando o mercado estadunidense, Phan *et al.* (2019) também encontraram coeficientes positivos e significativos variando entre 0,011 e 0,016 para a incerteza da política econômica (medida pelo EPU) com relação ao caixa das firmas. Assim, observa-se que a relação pronunciada da incerteza da política econômica sobre o caixa e equivalentes das empresas listadas no mercado brasileiro ainda fornece uma nova perspectiva para a literatura econômico-financeira. Dado o ambiente de elevada incerteza da política econômica como no Brasil, ressalta-se o comportamento das empresas em manterem maiores volumes de caixa e equivalente, tentando, de algum modo, resguardar possíveis problemas futuros.

Observa-se ainda que o tamanho, o *Market-to-book* e o capital de giro líquido influenciam, em algum nível, positivamente o caixa e equivalentes, enquanto o pagamento de dividendos possui relação negativa. Os sinais dos coeficientes nessas variáveis de controle são consistentes com a literatura (Li, 2019; Phan *et al.*, 2019; Duong *et al.*, 2020). Empresas que possuem mais oportunidades de crescimento, potencial de geração de fluxo de caixa e capital de giro líquido positivo, provavelmente terão mais reservas de caixa e equivalentes. Por outro lado, empresas que pagam dividendos reduzem simultaneamente o seu caixa. No entanto, em momentos de maior incerteza e maior imprevisibilidade de lucros futuros, os gestores podem optar por diminuir seus dividendos, retendo mais lucros e aumentando o caixa (Duong *et al.*, 2020).

Tabela 3

**Estimações do Modelo 1 (Eq. 4) para Caixa e Equivalentes**

$$CaixaEq_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t-1} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t}$$

	mEPU	tEPU	wEPU	mIIE	tIIE	wIIE
<i>CaixaEq(t-1)</i>	0.638***	0.640***	0.639***	0.641***	0.639***	0.642***
<i>CaixaEq(t-2)</i>	0.246***	0.248***	0.246***	0.242***	0.245***	0.244***
<i>Incerteza</i>	0.003*	0.001	0.002**	0.018***	0.012**	0.010**
<i>Tam</i>	0.002**	0.002**	0.002**	0.001	0.001*	0.001*
<i>MTB</i>	0.001*	0.001*	0.001*	0.001	0.001	0.001
<i>FC</i>	0.003	0.004	0.003	0.014	0.010	0.009
<i>CGL</i>	0.035***	0.034***	0.035***	0.036***	0.036***	0.035***
<i>DC</i>	0.122	0.102	0.114	0.131	0.123	0.119
<i>Alav</i>	-0.010	-0.009	-0.010	-0.002	-0.005	-0.005
<i>ΔRec</i>	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
<i>Divid</i>	-0.002*	-0.002	-0.002	-0.002*	-0.002*	-0.002*
<i>ΔPIB</i>	0.014	0.011	0.013	0.016	0.014	0.012
<i>Constante</i>	-0.036**	-0.025**	-0.033***	-0.105***	-0.077***	-0.067**
AR(1)	-3.81***	-3.81***	-3.81***	-3.81***	-3.81***	-3.83***
AR(2)	-1.31	-1.34	-1.31	-1.22	-1.27	-1.25
Hansen	99.96	100.91	92.00	-99.20	91.77	91.43
Dif-Hansen	8.05	8.97	8.25	-9.01	9.43	9.33

Nota. As variáveis CaixaEq, FC e DC, foram consideradas como dinâmicas. Assumiu-se os demais regressores como instrumentos sequencialmente exógenos. AR(1) e AR(2) indicam a ausência de autocorrelação de ordem 2. O teste de Hansen indica a exogeneidade dos instrumentos. Dif-Hansen atesta a validade do subconjunto de instrumentos.

\*\*\*para nível de significância a 1%; \*\*5%; \*10%.

Avaliando o modelo que possui a variável de folga financeira como variável resposta (Tabela 4), é possível observar que os resultados da relação com a incerteza da política econômica, medida pelo IIEBr, são qualitativamente semelhantes, sendo os coeficientes significativos e consistentes com diferentes formas de mensuração, o que não acontece para as diferentes *proxies* do EPU. Isso possibilita inferências e contribuições adicionais mais robustas do estudo, uma vez que sugere um melhor ajustamento da medida IIEBr para análise dos reflexos sobre a política de caixa das empresas no contexto brasileiro.

Dessa forma, é possível inferir que a instabilidade do ambiente político e econômico brasileiro parece aumentar o risco externo no mercado financeiro. Esse aumento do risco externo faz com que as empresas não consigam gerar previsões estáveis sobre as condições financeiras, como o próprio fluxo de caixa ou sobre os retornos dos investimentos, e sobre o próprio ambiente externo, que poderia afetar as oportunidades de crescimento e os custos de financiamento (Demir & Ersan, 2017; Li, 2019).

Entre as variáveis de controle, observa-se que o tamanho e o capital de giro líquido apresentaram coeficientes positivos. Assim, dado o maior tamanho e maior nível do capital de giro, as empresas da amostra apresentam maiores reservas financeiras disponíveis, o que pode ser uma característica do país, considerando questões sobre o funcionamento do mercado de crédito local, em caso de financiamento externo, ou de preferência gerencial, em que os gestores optariam pela manutenção de maiores níveis de folga financeira. Os efeitos do tamanho das empresas em sua liquidez de caixa são tratados de diferentes formas pela literatura. Empresas com excesso de caixa possuem propensão a serem empresas com baixo valor de mercado, mas de grande porte, além de ser possível entender que grandes empresas tendem a conseguir gerar grandes níveis de fluxos de caixa e possuir maior potencial para converter lucros em caixa (Opler *et al.*, 1999; Demir & Ersan, 2017). Já a variável dividendos permanece negativa, indicando que empresas que pagam dividendos possuem menor folga financeira, apesar de também ser plausível maior folga em virtude da incerteza da política econômica.

Tabela 4

**Estimações do Modelo 1 (Eq. 4) para Folga Financeira**

$$FolgaFin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t-1} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t}$$

	mEPU	tEPU	wEPU	mIIE	tIIE	wIIE
<i>FolgaFin</i> (t-1)	0.756***	0.764***	0.762***	0.753***	0.757***	0.746***
<i>FolgaFin</i> (t-2)	0.017	0.011	0.013	0.016	0.015	0.024
<i>Incerteza</i>	0.002	-0.001	0.000	0.023***	0.010*	0.005***
<i>Tam</i>	0.006***	0.005***	0.006***	0.006***	0.006***	0.002***
<i>MTB</i>	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001
<i>FC</i>	0.118*	0.117*	0.117	0.123*	0.118*	0.072*
<i>CGL</i>	0.176***	0.175***	0.175***	0.181***	0.178***	0.035***
<i>DC</i>	0.339	0.332	0.328	0.348	0.335	0.251
<i>Alav</i>	-0.019	-0.016	-0.017	-0.014	-0.015	0.032
<i>ΔRec</i>	0.003	0.003	0.003	0.002	0.003	0.005
<i>Divid</i>	-0.006***	-0.006***	-0.006***	-0.006***	-0.006***	0.002***
<i>ΔPIB</i>	0.041	0.035	0.038	0.044	0.039	0.026
<i>Constante</i>	-0.120***	-0.103***	-0.111***	-0.221***	-0.159***	0.040***
AR(1)	-3.72***	-3.74***	-3.74***	-3.74***	-3.69***	-3.74***
AR(2)	1.09	1.14	1.13	1.1	1.10	1.04
Hansen	101.85	101	101.35	105.23	103.81	105.42
Dif-Hansen	2.74	3.12	2.8	2.69	3.85	3.50

Nota. As variáveis *FolgaFin*, *FC* e *DC*, foram consideradas como dinâmicas. Assumiu-se os demais regressores como instrumentos sequencialmente exógenos. AR(1) e AR(2) indicam a ausência de autocorrelação de ordem 2. O teste de Hansen indica a exogeneidade dos instrumentos. Dif-Hansen atesta a validade do subconjunto de instrumentos.

\*\*\*para nível de significância a 1%; \*\*5%; \*10%.

Realizando-se uma análise adicional, buscou-se estimar se os aumentos na incerteza da política econômica em um dado trimestre estariam associados a maiores reservas de caixa das empresas no trimestre seguinte. Para isso, foi estimado o modelo empírico da Equação (5), para as duas variáveis dependentes de caixa, CaixaEq (Tabela 5) e FolgaFin (Tabela 6).

Tabela 5

**Estimações do Modelo 2 (Eq. 5) para Caixa e Equivalentes**

$$CaixaEq_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t}$$

	mEPU	tEPU	wEPU	mIIE	tIIE	wIIE
<i>CaixaEq(t)</i>	0.727***	0.727***	0.726***	0.715***	0.717***	0.715***
<i>CaixaEq(t-1)</i>	0.233***	0.235***	0.234***	0.231***	0.232***	0.231***
<i>Incerteza</i>	0.000	0.000	0.000	0.017***	0.017***	0.018***
<i>Tam</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>MTB</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>FC</i>	0.042	0.041	0.042	0.049	0.048	0.049
<i>CGL</i>	-0.014	-0.014	-0.014	-0.011	-0.011	-0.011
<i>DC</i>	-0.011	-0.017	-0.014	0.022	0.016	0.022
<i>Alav</i>	-0.014	-0.012	-0.013	-0.018	-0.016	-0.017
<i>ΔRec</i>	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
<i>Divid</i>	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>ΔPIB</i>	0.008	0.007	0.009	0.014	0.014	0.014
<i>Constante</i>	0.008	0.011	0.007	-0.070***	-0.072***	-0.075***
AR(1)	-4.64***	-4.65***	-4.64***	-4.62***	-4.63***	-4.62***
AR(2)	-1.18	-1.2	-1.19	-1.16	-1.17	-1.16
Hansen	114.37	113.72	114.2	113.08	113.17	106.37
Dif-Hansen	8.28	7.83	7.85	6.53	7.25	6.65

Nota. As variáveis CaixaEq(t+1), FC e DC, foram consideradas como dinâmicas. Assumiu-se os demais regressores como instrumentos sequencialmente exógenos. AR(1) e AR(2) indicam a ausência de autocorrelação de ordem 2. O teste de Hansen indica a exogeneidade dos instrumentos. Dif-Hansen atesta a validade do subconjunto de instrumentos. \*\*\*para nível de significância a 1%; \*\*5%; \*10%.

Analisando os resultados da estimação considerando a variável de caixa e equivalentes de caixa (Tabela 5), constata-se que apenas as *proxies* do IIE apresentam resultados significativos para explicação do caixa do trimestre seguinte, constatação também verificada por Duong *et al.* (2020).

O mesmo acontece ao se analisar o modelo com variável dependente representada pela folga financeira (Tabela 6). É encontrada relação positiva entre a incerteza da política econômica medida pelo IIE de um trimestre com a folga financeira do trimestre seguinte, independente da forma de cálculo da variável (mIIE, tIIE ou wIIE).



Observou-se que as variáveis de controle para as estimações das tabelas 5 e 6 não foram significativas, com exceção da variável CGL, que teve efeito negativo e significativo no modelo para folga financeira (tabela 6). A folga financeira pode representar um recurso sazonal, que apresenta grandes variações no curto prazo, o que pode justificar a relação negativa com o CGL do trimestre anterior.

Tabela 6

**Estimações do Modelo 2 (Eq. 5) para Folga Financeira**

$$FolgaFin_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Caixa_{i,t} + \beta_2 Incerteza_t + \beta_3 Tam_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 CGL_{i,t} + \beta_7 DC_{i,t} + \beta_8 Alav_{i,t} + \beta_9 Divid_{i,t} + \beta_{10} \Delta Rec_{i,t} + \beta_{11} \Delta PIB_t + \varepsilon_{i,t}$$

	mEPU	tEPU	wEPU	mIIE	tIIE	wIIE
<i>FolgaFin(t)</i>	0.908***	0.913***	0.910***	0.909***	0.907***	0.90***
<i>FolgaFin(t-1)</i>	0.030	0.024	0.028	0.030	0.028	0.029
<i>Incerteza</i>	0.001	-0.001	0.001	0.029***	0.027***	0.030***
<i>Tam</i>	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
<i>MTB</i>	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
<i>FC</i>	-0.001	0.005	0.000	0.014	0.010	0.013
<i>CGL</i>	-0.065*	-0.064*	-0.065*	-0.064*	-0.062*	-0.063*
<i>DC</i>	-0.005	-0.029	-0.009	0.009	0.018	0.014
<i>Alav</i>	-0.049	-0.047	-0.048	-0.045	-0.045	-0.045
<i>ΔRec</i>	0.004	0.004	0.004	0.003	0.004	0.004
<i>Divid</i>	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
<i>ΔPIB</i>	-0.010	-0.016	-0.010	-0.001	-0.001	-0.001
<i>Constante</i>	0.046	0.058**	0.048	-0.082*	-0.075	-0.088*
AR(1)	-4.91***	-4.99***	-4.92***	-4.98***	-4.92***	-4.97***
AR(2)	1	1.1	1.02	1.11	1.07	1.11
Hansen	107.92	107.04	107.09	107.05	107.36	107.52
Dif-Hansen	3.71	4.28	3.93	3.52	3.92	3.70

Nota. As variáveis *FolgaFin(t+1)*, *FC* e *DC*, foram consideradas como dinâmicas. Assumiu-se os demais regressores como instrumentos sequencialmente exógenos. AR(1) e AR(2) indicam a ausência de autocorrelação de ordem 2. O teste de Hansen indica a exogeneidade dos instrumentos. Dif-Hansen atesta a validade do subconjunto de instrumentos. \*\*\*para nível de significância a 1%; \*\*5%; \*10%.

Dessa forma, esses resultados sugerem que um aumento na incerteza da política econômica está relacionado a maiores reservas de caixa (caixa e equivalentes ou folga financeira) da empresa no período seguinte, o que foi verificado pelo valor positivo e estatisticamente significativo do IIE. A instabilidade no ambiente econômico e político brasileiro (Barboza & Zilberman, 2018; Schwarz & Dalmácio, 2020) faz com que os gestores não tenham sucesso na previsão de características específicas das empresas, o que os força a se comportarem de forma mais homogênea em resposta a essa imprevisibilidade (Demir & Ersan, 2017).

Além disso, o fato de a economia estar em desenvolvimento e ser emergente no Brasil pode sugerir dinâmicas diferentes das empresas listadas no mercado de capitais brasileiro do que de empresas de outras economias. Isso porque empresas de economias emergentes enfrentam problemas de agência diferentes, devido às origens legais, à rigidez dos sistemas financeiros, à cultura política, à governança corporativa, à estrutura de concentração de propriedade, dentre outros, o que pode influenciar nas decisões corporativas que se refletem na política de caixa. Nesse sentido, a análise com foco no mercado brasileiro reforça a vertente da literatura que indica que a incerteza da política econômica influencia o comportamento dos gestores para antecipar possíveis deficiências nos fluxos de caixa e, por isso, reter mais caixa. Esses resultados ainda expandem o conhecimento dos diversos agentes sobre os fatores que afetam a política de caixa das empresas do mercado brasileiro. No contexto da discussão deste estudo, é possível concluir que a incerteza da política econômica ajuda a prever o caixa presente e futuro das empresas, uma vez que foi capaz de influenciá-los.

## 5. Considerações Finais

Analisando os determinantes das políticas de caixas de empresas listadas no mercado acionário brasileiro, este estudo se propôs a investigar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa e a folga financeira das empresas. Utilizando-se de duas medidas de incerteza, foi possível corroborar empiricamente a hipótese de pesquisa de que há uma relação positiva entre a incerteza da política econômica e a política de caixa das empresas listadas, no cenário brasileiro, uma vez que não foram encontradas evidências suficientes para sua rejeição. Constatou-se que o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil apresentou relacionamento com maior intensidade com as variáveis de caixa e equivalentes e a folga financeira, já que possui componentes baseados em uma gama maior de fontes de informações.

Dada a maior especificidade de construção do IIEBr para o cenário brasileiro e os resultados encontrados neste estudo, sugere-se que estudos posteriores que busquem analisar características da incerteza da política econômica no cenário brasileiro possam utilizar dessa métrica para avaliação. Além disso, ressalta-se que o coeficiente da variável correspondente ao IIEBr se mostrou igualmente significativo em diferentes formas de cálculo, evidenciando que os resultados deste estudo não são afetados pela escolha do cálculo trimestral do IIEBr. Já com relação ao EPU, os resultados não foram consistentes com as diferentes formas de cálculo.

Destaque para a métrica de folga financeira, que aparenta ser mais responsiva à incerteza sobre a política econômica, indicando que, de fato, as firmas constituem égide de liquidez para momentos mais incertos, o que vai além do aumento relativo do caixa e equivalentes. Dessa forma, a preocupação dos gestores com a incerteza da política econômica pode sugerir que as empresas ajustam a sua posição financeira para uma condição em que o capital de giro líquido seja suficiente para suprir suas necessidades operacionais de curto prazo, visando atenuar o risco financeiro derivado do cenário incerto. Além disso, os resultados sugerem que as empresas podem não aumentar os recursos de caixa como adiamento de investimentos, mas, sim, em função da incerteza presente no mercado em que está em operação.

De toda forma, esse comportamento conservador dos gestores, resultando em maior volume de caixa, pode se transformar em um custo para as empresas, considerando atividades lucrativas que poderiam ser realizadas com esse recurso. Nesse sentido, a incerteza da política econômica teria potencial para prejudicar as oportunidades de crescimento econômico das empresas, e, conseqüentemente, do país. Este fato está diretamente ligado aos atrasos nos investimentos. As firmas podem optar por esperar por informações melhores, o que pode gerar desaceleração econômica no curto prazo. Órgãos governamentais e reguladores poderiam agir de forma a minimizar essas incertezas da política econômica futura, a fim de não prejudicar o desenvolvimento do mercado e do país.

Nesse contexto, o estudo contribui para a literatura sobre os efeitos da incerteza da política econômica sobre as empresas, neste caso, especificamente, sobre a política de caixa. Os resultados evidenciam que incertezas em nível macroeconômico podem influenciar decisões corporativas. Além disso, conforme ressaltado, o estudo possui potencial para sugerir a agentes de mercado, formuladores de normas e políticas governamentais sobre os possíveis efeitos da incerteza no mercado empresarial brasileiro.

Por fim, sugere-se que estudos futuros avaliem como as implicações das eleições, mudanças normativas, aplicações legais e conexões políticas podem afetar as decisões sobre o caixa corporativo. A utilização de outras métricas ou modelagens para a avaliação dos efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa das empresas também são bem-vindas e podem contribuir com a literatura da área em questão.

## Referências

- Antonakis, J., Bendahan, S., Jacquart, P., & Lalive, R. (2010). On making causal claims: A review and recommendations. *The Leadership Quarterly*, 21(6), pp. 1086-1120. Doi:10.1016/j.leaqua.2010.10.010
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), pp. 29-51. Doi:10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. Doi:10.1093/qje/qjw024
- Barboza, R. D. M., & Zilberman, E. (2018). Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 72(2), pp. 144-160. Doi:10.5935/0034-7140.20180007
- Barros, L. A., Bergmann, D. R., Castro, F. H., & Silveira, A. D. M. D. (2020). Endogeneidade em regressões com dados em painel: Um guia metodológico para pesquisa em finanças corporativas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(SPE), pp. 437-461. Doi:10.7819/rbgn.v22i0.4059
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), pp. 1985-2021. Doi:10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), pp. 623-685. Doi:10.3982/ECTA6248
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), pp. 115-143. Doi:10.1016/S0304-4076(98)00009-8
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), pp. 531-558. Doi:10.1016/j.jfineco.2018.05.007
- Cheng, M., & Geng, H. (2021). Do local firms employ political activities to respond to political uncertainty? *Journal of Asian Economics*, 23(101270). Doi:10.1016/j.asieco.2020.101270
- Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), pp. 77-143. Doi:10.1002/jcaf.22368
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, pp. 189–200. Doi:10.1016/j.ememar.2017.08.001
- Duong, H. N., Nguyen, J. H., Nguyen, M., & Rhee, S. G. (2020). Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101607. Doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101607
- Feng, X., Lo, Y. L., & Chan, K. C. (2019). Impact of economic policy uncertainty on cash holdings: firm-level evidence from an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, pp.1-23. Doi:10.1080/16081625.2019.1694954

- Ferreira, P. C., Vieira, R. M. B., Silva, F. B., & de Oliveira, I. C. (2019). Measuring Brazilian Economic Uncertainty. *Journal of Business Cycle Research*, 15(1), pp. 25-40. Doi:10.1007/s41549-018-00034-3
- Fleuriet, M. (2021). Saldo de tesouraria. Modelo Fleuriet ©. Recuperado de <https://www.modelo-fleuriet.com/conceitos-basico/saldo-de-tesouraria/>
- Gippel, J., Smith, T., & Zhu, Y. (2015). Endogeneity in accounting and finance research: natural experiments as a state-of-the-art solution. *Abacus*, 51(2), pp. 143-168. Doi:10.1111/abac.12048
- Gouveia, A. C. (2021). *Incerteza no Brasil é uma das mais resistentes na queda*. Blog do IBRE. Recuperado de <https://blogdoibre.fgv.br/posts/incerteza-no-brasil-e-uma-das-mais-resistentes-na-queda>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), pp. 523-564. Doi:10.1093/rfs/hhv050
- Gupta, C. P., & Bedi, P. (2020). Corporate cash holdings and promoter ownership. *Emerging Markets Review*, 44, 100718. Doi:10.1016/j.ememar.2020.100718
- Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2019). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 28, pp. 416-422. Doi:10.1016/j.frl.2018.06.018
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-329. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360. Doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), pp. 45-83. Doi:10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x
- Kaya, O. (2018). Economic policy uncertainty in Europe: Detrimental to capital markets and bank lending. EU Monitor. *Deutsche Bank Research*. Recuperado de <http://www.dbresearch.com/>.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan.
- Li, J. (2021). Economic policy uncertainty, contracting frictions and imports sourcing decisions. *Economics Letters*, 200, 109772. Doi:10.1016/j.econlet.2021.109772
- Li, X. (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(6), 106694. Doi:10.1016/j.jaccpubpol.2019.106694
- Myers, S C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), pp. 574-592. Doi:10.3386/w1393
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221. Doi:10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nguyen, N. H., & Phan, H. V. (2017). Policy uncertainty and mergers and acquisitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), pp. 613-644. Doi:10.1017/S0022109017000175
- Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 1417-1426. Doi:10.2307/1911408
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), pp. 3-46. Doi:10.1016/S0304-405X(99)00003-3
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), pp. 520-545. Doi:10.1016/j.jfineco.2013.08.007

- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, pp. 71–82. Doi:10.1016/j.jbusres.2018.10.001
- Piccolo, J. D., Dal Magro, C. B., Silva, T. P., & Bernardo, L. (2018). The influence of the financial slack on the economical performance of Brazilian and Chilean companies. *Cuadernos de Economía*, 41(115), pp. 19-30. Doi:10.1016/j.cesjef.2016.12.002
- Quinteiro, L. G. L., Medeiros, O. R., & Niyama, J. K. (2020). Modelo de Cinco-Fatores de Fama e French e o risco de incerteza econômica no mercado acionário brasileiro. *GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 14(1), pp. 116-134. Doi:10.3232/GCG.2020.V14.N1.06
- Schwarz, L. A. D., & Dalmácio, F. Z. (2020). The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil. *Finance Research Letters*, 101676. Doi:10.1016/j.frl.2020.101676
- Schymura, L. G. (2019). O que explica as diferenças na trajetória da incerteza no mundo e no Brasil? *Revista Conjuntura Econômica*, 73(12), 6-9. Recuperado de <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/81367>
- Shaikh, I. A., O'Brien, J. P., & Peters, L. (2018). Inside directors and the underinvestment of financial slack towards R&D-intensity in high-technology firms. *Journal of Business Research*, 82, pp. 192-201. Doi:10.1016/j.jbusres.2017.09.014
- Solarin, S. A., & Gil-Alana, L. A. (2021). The persistence of economic policy uncertainty: Evidence of long range dependence. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 568, 125698. Doi:10.1016/j.physa.2020.125698
- Souza Jr, J. R. C., & Cornelio, F. M. (2020). Investimento líquido e estoque de capital: Desempenho recente (Nº 48; Carta de Conjuntura). IPEA. Recuperado de <http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/09/investimento-liquido-e-estoque-de-capital-desempenho-recente/>
- Wiengarten, F., Fan, D., Lo, C. K., & Pagell, M. (2017). The differing impacts of operational and financial slack on occupational safety in varying market conditions. *Journal of Operations Management*, 52, 30-45. Doi:10.1016/j.jom.2016.12.001
- Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7 ed). Cengage Learning.

# Incerteza Econômica e Nível de Agressividade Tributária das Empresas Listadas na B3

**Vagner Antônio Marques**

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

**Anderson de Freitas Zucolotto**

<https://orcid.org/0000-0003-2100-1611>

**Lorian Guzzo Acerbe**

<https://orcid.org/0000-0003-3273-6955>

**Eduardo José Zanoteli**

<https://orcid.org/0000-0001-9842-7990>

## Resumo

**Objetivo:** Analisar a associação entre o ambiente de incerteza econômica e o nível de agressividade tributária das empresas brasileiras listadas na B3.

**Lacuna:** Diferente da literatura nacional já existente, o presente estudo analisa o efeito do ambiente econômico recessivo combinado com o nível de agressividade tributária das empresas listadas.

**Método:** A pesquisa, de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa, analisou dados do período de 2013 a 2018 das 252 empresas que estavam listadas na B3 até 31/12/2018 por meio da estatística descritiva, teste de diferença entre as médias e análise de regressão com dados em painel. Os dados foram coletados nos sítios eletrônicos da COMDINHEIRO e do IPEADATA, e foram analisados por meio do software Stata 16.

**Resultados:** Os resultados demonstraram que não houve uma associação positiva entre a agressividade tributária e o ambiente de incerteza econômica, porém, observou-se que este ambiente modera o efeito das determinantes da agressividade tributária. Estes resultados são robustos para heterocedasticidade, autocorrelação e diferentes proxies de agressividade tributária.

**Implicações:** As conclusões contribuem com elaboradores de políticas econômicas, reguladores, auditores e analistas de mercado, bem como sinalizam que a carga tributária tem um efeito indireto sobre a adoção de práticas de planejamento tributário mais agressivas, o que pode funcionar como sinalizadores de risco de evasão tributária e/ou litígios futuros.

**Palavras-chave:** Agressividade Tributária; Crise Econômica; Effective Tax Rate; Book Tax Differences.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 07/10/2021. Pedido de Revisão em 16/11/2021. Resubmetido em 26/12/2021. Aceito em 29/12/2021 por Dr. Vinícius Gomes Martins (Editor assistente) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 01/04/2022. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

## 1. Introdução

O ambiente político-econômico brasileiro, em especial no biênio de 2015 a 2016, vivenciou um período de significativa incerteza econômica, com retração da economia e crise de confiança dos investidores e empresários – sobretudo, o do segmento industrial (Oreiro, 2017). Nesse período, observou-se uma redução do consumo das famílias, assim como o aumento do desemprego, da inflação, da instabilidade política e dos casos de corrupção, que configuram fatores capazes de influenciar negativamente as avaliações de risco pelos investidores e de culminar em maior retração econômica brasileira dos últimos anos (Vartanian & Garbe, 2019). Edwards, Schwab e Shevlin (2016) destacam que, em um ambiente de instabilidade econômica, o pagamento de impostos sobre o lucro das empresas tende a diminuir. Nesse sentido, Damascena, França, Leite Filho & Paulo (2018) analisaram empresas brasileiras no período de 2011 a 2015, e perceberam que, no lapso de 2014 a 2015, justamente na ascensão da crise política nacional, as empresas de sua amostra tenderam a buscar a redução de custos e despesas de diversas formas, entre elas, a agressividade tributária.

Em uma atmosfera de incerteza econômica, as empresas buscam ser mais agressivas tributariamente ao realizarem seus negócios (Momento, Rezende, Silva & Dalmácio, 2017), pois, conforme reforça Martinez (2017), elas buscam assegurar que em cada oportunidade serão realizadas ações que permitam minimizar o ônus tributário. Por sua vez, em ambientes onde a legislação tributária é incerta ou com interpretação dúbia, os agentes econômicos tendem a fazer uma interpretação que lhes seja mais benéfica, buscando alternativas para garantir maior economia, o que pode levá-los a uma posição juridicamente duvidosa.

A literatura nacional e estrangeira têm apresentado evidências de que, em ambientes de incerteza econômica e financeira, as empresas buscam reduzir o ônus da tributação como forma de reservar a continuidade dos negócios (Richardson, Taylor & Lanis, 2015; Edwards et al., 2016; Momento et al., 2017; Martinez & Silva, 2018; Dang, Fang & He, 2019; Kang & Wang, 2021). Contudo, os resultados de estudos no contexto brasileiro e latino-americano são controversos (Damascena et al., 2018), o que representa uma oportunidade de pesquisa a ser desenvolvida.

Diante desse contexto, o presente estudo buscou responder ao seguinte problema: **qual a relação entre o ambiente de incerteza econômica e o nível de agressividade tributária das empresas brasileiras listadas na B3?** Assim, o objetivo do presente estudo foi analisar a associação entre o ambiente de incerteza econômica sobre as *proxies* de agressividade tributária das empresas brasileiras listadas na B3. Para tanto, foi analisado se, em um ambiente de incerteza econômica, as empresas de capital aberto apresentaram um maior ou menor nível de agressividade tributária.

A pesquisa, de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa, analisou dados do período de 2013 a 2018 das 252 empresas que estavam listadas na B3 até 31/12/2018 por meio da estatística descritiva, teste de diferença entre as médias e análise de regressão com dados em painel. Os dados foram coletados nos sítios eletrônicos da COM DINHEIRO e do IPEADATA, e foram analisados por meio do *software* Stata 16.

Oreiro (2017) e Schineller, Mukherji e Brandazza (2018) destacam que os anos de 2015 e 2016 foram marcados pelo aumento da corrupção, investigações judiciais nacionais, processo político de *impeachment*, reajuste das tarifas da energia elétrica, forte desvalorização do câmbio, aumento da inflação e redução da renda real do trabalhador – fatos que deferenciam o contexto brasileiro da crise mundial de 2008 (Momento et al., 2017). Desse modo, o presente estudo se diferencia dos anteriores, primeiro, por analisar um período distinto dos estudos anteriores (biênio 2015/2016) e em um ambiente de incerteza econômica com características específicas em relação às crises Asiática (1997), da Enron (2000), Argentina (2001) ou dos Subprime (2008). Além disso, considerando a hipótese analisada de que o nível de agressividade tributária das empresas tende a aumentar em ambientes de incerteza econômica, esta pesquisa utiliza como *proxy* o índice *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+), que é capaz de capturar o risco país, recorrentemente utilizado nos estudos em economia (Ornelas, 2017).

Em termos de contribuição, este estudo apresenta evidências que podem influenciar no processo decisório de gestores, auditores, investidores e reguladores na medida em que traz evidências empíricas sobre o comportamento das firmas em um ambiente de incerteza. Por um lado, ele mostra evidências de que os efeitos do ambiente de crise sobre a *Effective Tax Rate* (ETR) são frágeis e, logo, inversos à hipótese teórica analisada. Já a *proxy* de agressividade tributária *Book Tax Difference* (BTD), por outro, sinalizou um resultado parcialmente convergente à hipótese levantada. Entretanto, a literatura até então existente (Damascena et al., 2018; França et al., 2018) traz evidências similares de que, em períodos de incerteza econômica, a agressividade tributária das empresas brasileiras não aumenta significativamente. Contudo, o estudo aponta que o ambiente de incerteza econômica tem um efeito moderador sobre os fatores significativos na explicação da agressividade tributária e, portanto, demonstra a necessidade de se analisar as práticas de planejamento tributário dentro de um contexto, não se podendo negligenciar outros fatores que agem conjuntamente sobre o resultado e o fato de que, isoladamente, a agressividade tributária pode não gerar efeitos expressivos nas operações.

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1 Contextualização e delimitação da expressão “ambiente de incerteza econômica”

A economia brasileira vinha apresentando, desde a estabilização econômica, uma tendência de crescimento. Contudo, Paula e Pires (2017) afirmam que, após o início da recuperação da crise de 2008, o país tem experimentado ciclos de crescimento e desaceleração. De acordo com Ornelas (2017), desde 2011 a economia brasileira tem apresentado uma tendência de desaceleração, mas foi em 2015 que ela entrou em forte recessão. Schineller et al. (2018) destacam que, à época, houve um esforço governamental para estímulo à economia (redução da taxa de juros de financiamento, desvalorização da moeda, desoneração em folha de alguns setores e dos impostos de importação para determinados bens de capital, além de subsídios e isenções fiscais).

Para Oreiro (2017), a “nova matriz econômica”, implementada ao longo dos anos de 2011 a 2014, foi uma tentativa das políticas públicas de impulsionar o crescimento econômico que obteve sucesso (mesmo que por curto período), pois, a partir do segundo trimestre de 2014, houve uma desaceleração que se agravou até o último trimestre de 2015 e se estabilizou no ano de 2017.

Garcia, Monte-Mor e Tardin (2019) reforçam que, no intervalo de 2006 a 2016, o Brasil alcançou nos primeiros anos o patamar de grau de investimento pelo *rating* soberano e que, no período final, ocorreram rebaixamentos constantes, fazendo-o retornar ao patamar denominado como país especulativo. De acordo com Oreiro (2017) e Ornelas (2017), fatores como o reajuste das tarifas da energia elétrica, a forte desvalorização da taxa nominal do câmbio, a inflação saltando de 6,41% em 2014 para 9,48% em 2015, e a forte queda do preço do petróleo, entre outros, fomentaram a recessão ocorrida nos anos de 2015 e 2016.

Nesse contexto, Vartanian e Garbe (2019) destacam que uma série de eventos funcionou como vetores da recessão econômica brasileira nos anos de 2015 e 2016, mas que os principais foram: a taxa básica de juros da economia, a taxa de câmbio as importações nacionais e a formação bruta de capital fixo. Além desses, a redução dos preços das *commodities*, como petróleo e minério de ferro, as taxas de juros dos Estados Unidos da América (EUA) e a influência do Produto Interno Bruto (PIB) Global constituíram-se fatos que elevaram o risco país nacional.

O risco país está associado à probabilidade de inadimplência de um país e decorre de fatores que, de alguma maneira, estão sob o controle do Governo e sinalizam a incerteza econômica acerca dele. Para Garcia e Santos (2007), o risco país é uma medida que leva em conta as condições de liquidez geral, grau de aversão ao risco e o risco específico atribuído a cada ativo. Os autores supracitados afirmam que um dos indicadores mais utilizados como *proxy* de risco para economias emergentes é o EMBI+.



O índice EMBI+ é calculado pelo grupo J. P. Morgan e é formado, em sua maioria, por títulos da dívida externa (*Bradies* e *Eurobônus*) e empréstimos externos (Soihet, Ribeiro, & Safins, 2016). Para cada país emergente, o EMBI+ possui um subíndice relacionado, sendo que o brasileiro é o EMBI+ Brasil (Ornelas, 2017). O EMBI+ é utilizado no intuito de medir se um país tem como honrar seus compromissos financeiros; logo, quanto maior esse índice, mais o país apresenta-se como arriscado para se investir (Garcia & Santos, 2007). Para Franzen, Meurer, Gonçalves e Seabra (2009), o índice do Risco Brasil (EMBI+BR) é a variação percentual desse indicador, a partir da qual é avaliado o prêmio de risco dos títulos brasileiros em relação aos do Tesouro Americano.

## 2.2 Planejamento e agressividade tributária: formas de mensuração

De acordo com Hanlon & Heitzman (2010), o planejamento tributário é tido como uma forma para a redução da carga tributária das empresas por meios legais, não se confundindo com práticas evasivas, ilegais, e que podem resultar em sanções futuras pelos órgãos de fiscalização. Essa forma se traduz em práticas de planejamento tributário que visam à redução do nível de carga tributária das empresas, não implicando necessariamente em evasão. Lietz (2013) afirma que, para se compreender o que é um planejamento tributário agressivo, é necessário traçar uma linha imaginária em que as práticas conservadoras (ex.: *compliance* tributário) evoluem para práticas mais agressivas (ex.: contencioso tributário) e se aproximam ou resultam em evasão fiscal (práticas abusivas e/ou ilegais). Nesse ínterim, Martinez (2017) observa que existe uma lacuna entre a zona da legalidade e a da evasão fiscal, a qual não é clara o suficiente para que possa ser definida como uma ilegalidade. Isto resulta em imprecisão conceitual e tem se refletido nas pesquisas sobre tributação. Apesar disso, a mensuração da agressividade tributária das empresas tem sido calculada por meio de *proxies* como a BTM e a ETR (e suas variações), ao passo em que as evidências sobre os seus determinantes têm sido recorrentes na literatura nacional e estrangeira.

A literatura nacional tem analisado sistematicamente a associação da BTM com diversas variáveis (Martinez, 2017), tais como: gerenciamento de resultados, tempo, setor industrial, períodos e incidência de tributação internacional. Esses estudos afirmam que a BTM é tida como uma *proxy* relacionada à qualidade do lucro e que, em alguma medida, é limitada como métrica de agressividade tributária (Ferreira et al., 2012). Apesar disso, a BTM e suas variações – BTM Permanente (BTMP), BTM Temporária (BTMT) e BTM Anormal (BTMA) – são amplamente utilizadas nas pesquisas relacionadas à agressividade tributária, mas também naquelas sobre o gerenciamento de resultados e qualidade da informação contábil (Momente et al., 2017).

Assim como a BTM, a ETR é amplamente utilizada nos estudos que envolvem esse mesmo tema, em diferentes versões, tais como: *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP ETR); ETR Total; *Cash*ETR; ETR Corrente; e ETR *Long Run*. Carvalho, Paulo e Tavares (2014) realizaram um *survey* de pesquisas nacionais e internacionais, em periódicos publicados de 2000 a 2012, e constataram que as *proxies* ETR, BTM e *Cash*ETR foram amplamente utilizadas em pesquisas cujo tema se relacionava com planejamento tributário e sua forma de mensuração. Em síntese, essas *proxies* mensuram a alíquota efetiva de imposto de renda e a contribuição social devidos/pagos pelas empresas, bem como a diferença entre o lucro contábil e o lucro tributável (Martinez, 2017).

Assim, para a presente pesquisa, foram utilizadas as *proxies* BTM e ETR como *proxies* de agressividade tributária. Adicionalmente, como teste de robustez dos resultados, foram utilizadas as BTMP, BTMT, *Cash*ETR e DifETR – todas sistematicamente empregadas na literatura sobre tributação.

## 2.3 Pesquisas anteriores e desenvolvimento da hipótese

A carga tributária é uma preocupação recorrente de governos e contribuintes (Slemrod, 2007), pois, por um lado, são necessários recursos para financiar o bem-estar social; por outro, os indivíduos, as famílias e as empresas buscam maximizar o próprio bem-estar evitando o ônus tributário. Na perspectiva de Richardson et al. (2015), os contribuintes pautam suas ações baseados na relação custo/benefício. Nesse contexto, a tributação consiste em adotar práticas de planejamento tributário, assumindo-se maior ou menor risco, conforme os benefícios esperados. Essas decisões se intensificam em contextos de maiores restrições financeiras e/ou de incertezas econômicas, pois funcionam como incentivos adicionais para a busca da redução tributária (Dang et al., 2019).

Essa hipótese tem sido estudada em diversos países nos últimos anos. Por exemplo, Richardson et al. (2015) verificaram que, no contexto australiano, as empresas com maiores restrições financeiras tendem a ser mais agressivas tributariamente, sobretudo em períodos de crise. Reforçando essas evidências, Dang et al. (2019) observaram que, entre empresas chinesas listadas, aquelas com maiores riscos de falência tendem a ser mais agressivas. Além disso, fatores como o ambiente de maior incerteza econômica e a empresa estar sujeita a uma maior carga tributária também impulsionam a adoção de práticas de planejamento tributário mais agressivas.

Dessa forma, tem-se que as evidências são controversas a respeito do efeito do ambiente de incerteza econômica sobre a agressividade tributária. Por exemplo, Kang & Wang (2021) verificaram que, no contexto chinês, o ambiente de incerteza econômica pode ser um incentivo para uma maior agressividade tributária. Desse modo, cumpre lembrar, nesse cenário, que efeito ora discutido é contemporâneo, com reversões graduais no médio e longo prazo. Contudo, Shen et al. (2021), também analisando o mercado chinês, observaram que em períodos de crise essa maior agressividade tende a ser significativa em empresas estatais, pois, a despeito de estarem sujeitas às mesmas regras tributárias, a pressão fiscal tende a ser menor.

No contexto brasileiro, Momente et al. (2017) analisaram o nível de planejamento tributário de empresas listadas na B3 em época de crise no mercado interno e verificaram que a taxa efetiva de tributos sobre o lucro diminui nos períodos de crise, bem como observaram que os administradores tendem a colocar em ação práticas mais agressivas dos seus planejamentos tributários. Contudo, Damascena et al. (2018) analisaram dados de empresas brasileiras no período de 2011 a 2015 e observaram que aquelas com restrição financeira aumentaram suas cargas tributárias no período específico de 2014 a 2015 (período de incerteza econômica), contrariando a hipótese de que, em períodos de crise, a agressividade tributária é maior. Os autores argumentam que esse resultado pode estar associado ao maior risco de *default* e de fiscalização tributária em decorrência das pressões fiscais do governo. De forma complementar, França et al. (2018) avaliaram dados de empresas latino-americanas e observaram que a maior agressividade tributária está associada à maior restrição financeira. Todavia, segundo esses autores, no contexto das empresas brasileiras, o ambiente de incerteza não teve efeito significativo. Porém, em países como Colômbia, Chile e Peru ocorreu o oposto, sugerindo práticas de planejamento tributário mais arriscadas. Diante das evidências anteriores, avaliou-se a seguinte hipótese ( $H_1$ ):

**$H_1$ : Em um ambiente de incerteza econômica, as empresas tendem a ser mais agressivas nas práticas de agressividade tributária.**

Adicionalmente, em linha com as evidências de França et al. (2018), Kang & Wang, (2021) e Shen et al. (2021), a despeito de algumas evidências, sobretudo em países emergentes, não reforçarem a hipótese de que o ambiente de incerteza econômica tenha efeito significativo sobre a agressividade tributária, é possível que ele tenha, ao menos, uma relação de moderação sobre os efeitos das determinantes da agressividade tributária. Isso porque o ambiente de incerteza econômica pressiona o nível de atividade das empresas, reduzindo-se a expectativa de desempenho futuro, o que implica em uma busca de formas adicionais para a redução dos custos e despesas, em especial, os tributários (Dang et al., 2019). Logo, analisou-se adicionalmente a hipótese ( $H_2$ ) de que:

**$H_2$ : O ambiente de incerteza econômica modera a associação das determinantes do nível de agressividade tributária.**

### 3. Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Amostra e coleta de dados

A amostra foi composta de 252 empresas não financeiras listadas na B3 com maior liquidez, em decorrência da sua representatividade para o mercado de capitais e para a economia brasileira. Os dados foram coletados na base de dados da COMDINHEIRO, no sítio eletrônico do IPEADATA e se referiram ao período de 2013 a 2018. Esse recorte de tempo foi utilizado de modo que fossem comparados períodos homogêneos de anos equivalentes aos do período de instabilidade econômica (2015-2016). A amostra inicial foi composta de 2.394 observações empresas/ano. Em linha com Martinez & Silva (2018) e Kang & Wang (2021), foram excluídas 798 observações com o lucro antes dos impostos negativos. Além disso, foram excluídas 454 observações classificadas como valores extremos (*outliers*) utilizando-se o algoritmo de BACON, que identifica *outliers* em modelos multivariados a partir da distância de Mahalanobis, conforme Billor, Hadi & Velleman (2000). Por fim, foram excluídas 245 observações sem dados disponíveis para estimação. Estas informações foram analisadas por meio da estatística descritiva, teste de diferença entre as médias e análise de regressão com dados em painel utilizando-se o *software* Stata 16.

As diferenças entre as médias/medianas das variáveis de interesse foram comparadas entre os períodos pré-incerteza (2013-2014), incerteza econômica (2015-2016) e pós-incerteza (2017-2018) por meio dos testes de t de Student e Wilcoxon-Mann-Withney. Em linha com os trabalhos de Richardson et al. (2015), Momente et al. (2017), Damascena et al. (2018), França et al. (2018), Dang et al. (2019), e Kang & Wang (2021), foi utilizada a análise de regressão para se avaliar a existência de associação significativa entre o ambiente de incerteza e a agressividade tributária. Após adotar os procedimentos propostos por Wooldridge (2011) para estimação com dados em painel, foram utilizados modelos com Efeitos Aleatórios, estimados por Mínimos Quadrados Generalizados e com ajustes para heterocedasticidade e correlação serial dos resíduos.

### 3.2 Modelo e variáveis

Para a avaliação das hipóteses foram utilizados os modelos de regressão (equações 1 e 2), adaptados de Richardson et al. (2015), Momente et al. (2017), Damascena et al. (2018), França et al. (2018), Dang et al. (2019) e Kang & Wang (2021):

$$\text{AgrTrib}_{it} = \beta_0 + \mathbf{D}_1 \text{IncertEcon} + \beta_j \sum_1^{10} \text{Controles} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{AgrTrib}_{it} = \beta_0 + \mathbf{D}_1 \text{IncertEcon} + \beta_j \sum_1^{10} \text{Controles} + \beta_k \text{IncertEcon} * \text{Controles} + \varepsilon \quad (2)$$

Em que  $\text{AgrTrib}_{it}$  - *Proxies* de Agressividade Tributária; *IncertEcon* - Ambiente de Incerteza Econômica; *Controles* - Variáveis de controle utilizadas (Apêndice 1).

Os modelos foram estimados pelo método *Generalized Linear Squared* (GLS), pois, na presença de autocorrelação serial em painéis com efeitos aleatórios, este apresenta-se como uma solução adicional que contribui para a qualidade dos resultados (Baltagi, 2005). Após a realização do Teste de Chow, do Teste Breusch-Pagan e do Teste de Hausmann, decidiu-se pela utilização de modelos com efeitos aleatórios. Posteriormente, realizou-se o Teste de Wooldridge para autocorrelação serial e decidiu-se por estimar o painel GLS.

#### 3.2.1 Variáveis dependentes e independentes

As variáveis dependentes de interesse foram a BTD e ETR, já sistematicamente utilizadas na literatura. Como testes de robustez, foram utilizadas as variações da BTD e ETR já mencionadas na seção 2.2.

Quanto à variável independente de interesse (incerteza econômica), a literatura anterior utiliza uma série de *proxies* convergentes com o ambiente institucional estudado e a disponibilidade dos dados (Damascena et al., 2018; França & Monte, 2020; Kang & Wang, 2021). Logo, buscou-se capturar o ambiente de incerteza econômica operacionalizado de quatro formas, a saber: (i) uma *dummy* para o período de crise (2015-2016); (ii) uma *dummy* para redução do EMBI+; (iii) uma variável quantitativa com o logaritmo do EMBI+; e (iii) uma variável *dummy* para redução do PIB. Essas variações, entre outras coisas, possibilitam avaliar a consistência dos efeitos da variável de interesse a partir de diferentes medidas. Nesse panorama, destaca-se que a utilização do índice EMBI+ é uma inovação na literatura contábil sobre tributação e como *proxy* de ambiente de incerteza econômica, pois ele é indicado para análise de risco de países emergentes, como é o caso do Brasil (Ornelas, 2017; Soihet et al., 2016). Dessa maneira, considerando as hipóteses avaliadas e as evidências anteriores, espera-se que exista uma associação negativa e significativa entre o ambiente de incerteza e a ETR, assim como uma associação positiva e significativa entre o ambiente de incerteza e a BTD (Damascena et al., 2018; França & Monte, 2020; Kang & Wang, 2021).

Foram testadas diversas variáveis de controle que capturam outros incentivos à agressividade tributária, de modo a se reduzir problemas de endogeneidade decorrentes de omissão de variáveis representativas. Porém, foram mantidas nos respectivos modelos aquelas que possuíam significância estatística ou que apresentaram estatística t superior a 1 e que aumentaram o  $R^2$  (Gujarati, 2019). A fundamentação, a operacionalização e os sinais esperados para as variáveis foram apresentados no Apêndice 1, mas estão ancorados na literatura anterior reportada (Damascena et al., 2018; França & Monte, 2020; Kang & Wang, 2021).

Ademais, foram realizadas análises adicionais com as variações da BTD e ETR, especificamente, a BTD Permanente, a BTD Temporária, Cash ETR e Dif ETR, de modo a se verificar a consistência dos resultados apresentados. Nas análises adicionais, foram feitos os mesmos testes e ações para mitigação dos problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial dos resíduos, em linha com o sugerido por Baltagi (2005) e Wooldridge (2011).

#### 4. Análise dos Resultados

Inicialmente, foi realizada uma análise comparativa entre as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo (Tabela 1) entre os períodos de expansão (pré-crise) e recuperação (pós-crise), respectivamente os períodos de 2013-2014 e de 2017-2018, com o período de crise (recessão), delimitado pelo biênio de 2015-2016 (Vartanian & Garbe, 2019).

Observa-se que a BTD e a ETR foram maiores no período de crise, porém, essas diferenças não foram significativas aos níveis de 1% e 5%. Esse resultado é um primeiro indício de que o ambiente de incerteza pode não resultar em uma maior agressividade tributária das empresas, pois, apesar de haver uma diferença, ela não é significativa. Entretanto, quando se compara o período subsequente ao período de incerteza econômica, verifica-se que a BTD (BTDP e BTDTE) foi maior e que a ETR (CashETR e DifETR), menor em relação ao período de incerteza. Contudo, não foram estatisticamente significativas aos níveis de 1% e 5%. Esse resultado reforça, a princípio, aqueles obtidos de estudos anteriores realizados com dados brasileiros e que não observaram efeito significativo do ambiente de incerteza econômica sobre as práticas de agressividade tributária (França et al., 2018; França & Monte, 2020). Assim como no contexto brasileiro, Shen et al. (2021) e Kang & Wang (2021) destacam que o ambiente de pressão fiscal por parte do Estado pode ser um fator de restrição a práticas de agressividade tributária em períodos recessivos.

Tabela 1

##### Estatística descritiva das variáveis contínuas referentes ao período de 2013-2018

	Pré (a)		Incerteza econômica (b)		Pós (c)		Teste t		
	N=315		N=270		N=303		(b-a)	(c-b)	(c-a)
	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$			
BTD	0.023	0.051	0.028	0.108	0.031	0.086	+	+	+
BTDTE	0.087	0.156	0.071	0.138	0.065	0.114	-	-**	-
BTDP	-0.063	0.166	-0.043	0.180	-0.033	0.149	+	+	+
ETR	0.239	0.136	0.253	0.147	0.236	0.146	+	-	-*
CashETR	-0.105	2.046	-0.360	1.937	-0.291	0.877	-*	+	-
DifETR	-0.101	0.136	-0.087	0.147	-0.104	0.146	+	-	-*
EMBI+	217.58	13.016	364.21	17.892	270.28	2.066	+	-	+
PIB	1.163	1.382	-3.833	1.663	1.775	0.580	-	+	-
ROA	0.067	0.083	0.056	0.169	0.065	0.103	-	+	-
$\Delta$ IMOB	0.038	0.641	0.030	0.223	0.056	0.216	-	+	+
TAM	15.047	1.717	15.080	1.847	15.184	1.964	+	+	+
Payout	3.142	1.096	3.218	1.104	3.164	1.148	+	-	+
MTB	7.493	4.633	7.515	4.727	8.492	4.191	+	+	+

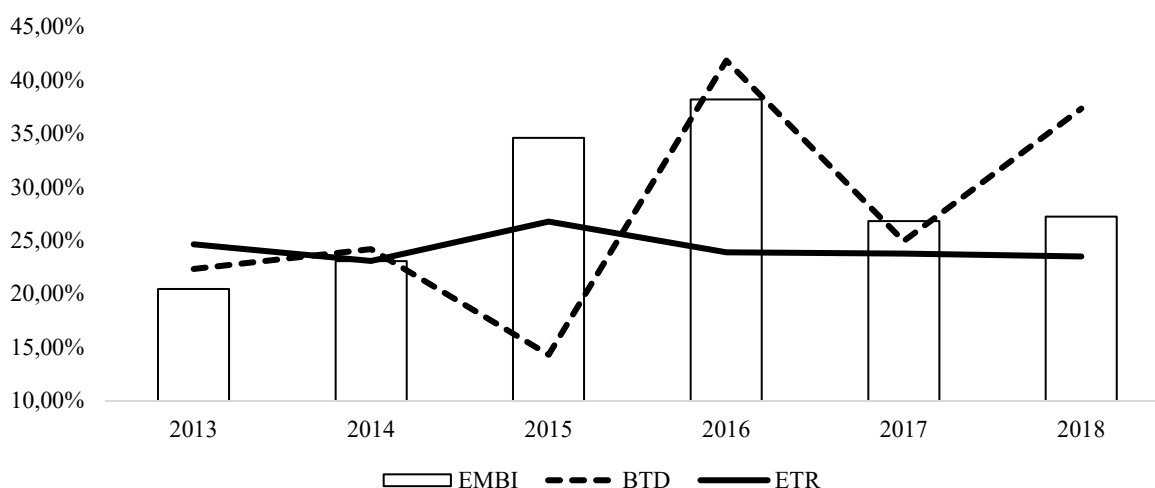
Nota. Os sinais se referem ao resultado da diferença entre as médias dos grupos. \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significante respectivamente aos níveis de 1%, 5% e 10%. NS - Estatisticamente não significativa.

Fonte: dados da pesquisa

Diferente das *proxies* de agressividade tributária, observou-se que o EMBI+ e o PIB apresentaram diferenças significativas em todas as comparações. Considerando-se as hipóteses avaliadas, os resultados reforçam que o PIB reduziu significativamente ( $p < 0,01$ ) nos anos de 2015 e 2016 em relação ao biênio anterior, assim como o EMBI+ aumentou significativamente ( $p < 0,01$ ). Esses resultados reforçam que, nos anos assumidos como ambiente de crise, as métricas sinalizaram ao mercado o ambiente econômico de incerteza e convergiram com a literatura anterior. Nesse mesmo sentido, Franzen et al. (2009), Garcia & Santos (2007), Ornelas (2017) e Soihet et al. (2016) observam que, em um cenário de instabilidade, o EMBI+ sofre aumento substancial e o PIB tende a se reduzir.

Assim, observando-se as médias das variáveis de controle, é possível verificar que, apesar de terem apresentado diferenças médias convergentes às hipóteses, não houve significância estatística entre as diferenças (Cabello & Pereira, 2015; Chiachio & Martinez, 2019; Garcia & Santos, 2007).

Na sequência, foi analisada a Figura 1, que apresenta a evolução das variáveis BTM, ETR e Risco país no período de 2013-2018. O EMBI+ foi dividido por 1000 e a BTM foi multiplicada por 10 para melhorar a visualização e a comparação.



**Figura 1.** Evolução da BTM, ETR e EMBI+ no período de 2013-2018

Fonte: dados da pesquisa

Dessa forma, verificou-se que as variáveis BTM e Risco país (EMBI+) apresentaram mudanças bruscas na trajetória da série. Esse resultado sugere que possa ter havido um efeito marginal significativo do período de crise tanto na BTM quanto no EMBI+. O gráfico evidencia que, nos anos de 2015 e 2016, o EMBI+ aumentou substancialmente quando comparado com os dois anos anteriores, ao passo em que, nos anos de 2017 e 2018, ele retornou a níveis próximos aos dos anos de 2013 e 2014. Já a BTM diminuiu no ano de 2015 e aumentou substancialmente no ano de 2016, enquanto a ETR permaneceu relativamente estável no período estudado.

No caso do EMBI+, esse comportamento é coerente com a percepção de risco avaliada a partir das diversas dimensões que compõem o indicador. Se os ambientes econômico e político pioram, haverá um aumento do índice; quando isso se reverte, o indicador tende a retornar aos níveis compatíveis ao anterior. Já o comportamento da BTM pode decorrer do maior conservadorismo das empresas e dos gestores em ambiente de crise. Esse modo de ação pode resultar em maior reconhecimento de estimativas que afetam o resultado contábil, mas não afetam o tributário, aumentando substancialmente a BTM. Assim como o risco país, a BTM retornou a níveis próximos do observado antes do período de crise (Franzen et al., 2009; Garcia & Santos, 2007; Hanlon & Heitzman, 2010; Ornelas, 2017; Soihet et al., 2016).

## 4.1 Analisando a associação direta entre a incerteza econômica e a agressividade tributária

Posteriormente, analisou-se a Tabela 2, que apresenta os resultados da estimação do modelo 1, o qual analisa o efeito do ambiente de incerteza sobre a ETR. Em termos gerais, os modelos apresentados (1.1 a 1.4) exibiram significância estatística aos níveis de 1%, evidenciando que ao menos uma variável explicativa possui significância na explicação da ETR.

Tabela 2

### Estadísticas do efeito do ambiente de crise sobre a ETR no período de 2013-2018

ETR <sub>it</sub>	1.1		1.2		1.3		1.4	
Intercepto	0.204***	(0.033)	0.199***	(0.033)	0.202***	(0.030)	0.206***	(0.032)
D <sub>Crise<sub>t</sub></sub> (H <sub>1</sub> )	0.012**	(0.005)						
D <sub>RiscoPais<sub>t</sub></sub> (H <sub>1</sub> )			0.009*	(0.005)				
RiscoPais <sub>it</sub> (H <sub>1</sub> )					8.70e-05*	(4.52e-05)		
D <sub>RetroPIB<sub>t</sub></sub> (H <sub>1</sub> )							0.008*	(0.005)
Q2_Z-Score-Altman	-0.011	(0.007)	-0.012*	(0.007)	-0.017**	(0.008)	-0.013*	(0.007)
Q3_Z-Score-Altman	-0.004	(0.007)	-0.009	(0.007)	-0.010	(0.009)	-0.006	(0.008)
Q4_Z-Score-Altman	-0.026**	(0.011)	-0.032***	(0.012)	-0.053***	(0.013)	-0.033***	(0.011)
EST <sub>it</sub>	-0.159***	(0.031)	-0.155***	(0.030)	-0.149***	(0.026)	-0.157***	(0.030)
TAM <sub>it</sub>	0.002	(0.002)	0.002	(0.002)	0.000	(0.002)	0.002	(0.002)
ROA <sub>it</sub>	-0.067**	(0.028)	-0.073***	(0.028)	-0.097***	(0.031)	-0.074**	(0.029)
ΔIMOB <sub>it</sub>	0.008	(0.014)	0.010	(0.015)	0.0240	(0.016)	0.008	(0.015)
EMPRFIN <sub>it</sub>	0.085***	(0.025)	0.080***	(0.024)	0.119***	(0.023)	0.091***	(0.024)
MTB <sub>it</sub>	0.002**	(0.001)	0.002***	(0.001)	0.003***	(0.001)	0.002***	(0.001)
PAYOUT <sub>it</sub>	0.001	(0.002)	0.001	(0.002)	0.00277	(0.002)	0.001	(0.002)
TRAD <sub>i</sub>	0.027**	(0.011)	0.029***	(0.011)	0.0268***	(0.009)	0.027**	(0.011)
N2 <sub>i</sub>	0.011	(0.020)	0.013	(0.019)	0.001	(0.014)	0.011	(0.018)
NM <sub>i</sub>	0.033***	(0.011)	0.034***	(0.011)	0.0329***	(0.008)	0.034***	(0.010)
Wald (x <sup>2</sup> )	3673.32***		3825.41***		4275.94***		3833.21***	
Observações	799		799		799		799	
No de empresas	201		201		201		201	
Controle de Ano	Não		Não		Não		Não	
Controle do Setor	Sim		Sim		Sim		Sim	

Nota. \*\*\*, \*\*, \* Estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Utilizou-se o Generalized Least Squares (GLS) com ajustes para heterocedasticidade e autocorrelação conforme Gujarati (2019) e Wooldridge (2011).

Fonte: dados da pesquisa

Inicialmente, verifica-se que os coeficientes das *proxies* de ambiente de incerteza econômica apresentaram sinais positivos e significativos aos níveis de 5% e 10%, o que sugere que, no período de crise, a ETR tende a aumentar – assim aparentemente criando um paradoxo, dado que a tributação sobre o lucro sofre efeito de eventos que afetam a base de cálculo de períodos subsequentes. Porém, esse resultado é similar ao observado por Damascena et al. (2018) e França et al. (2018), quando identificaram que as empresas atuantes no Brasil tendem a ter aumento da taxa efetiva, se comparadas com empresas sem restrições ou com empresas fora do país nos períodos de crise. Resultados similares foram observados por Dang, Fang & He (2019) no mercado chinês.

Esses resultados controversos podem se justificar pelo conflito existente entre a possível prática de *tax avoidance* e o ente fiscal. Por um lado, em um ambiente de incerteza econômica, os governos sofrem uma maior pressão fiscal (Kang & Wang, 2021), logo, eles acabam por conjugar esforços de estímulos econômicos e de monitoramento dos contribuintes de modo que a arrecadação não caia substancialmente. Por outro, dado o risco de litígio futuro, os contribuintes buscam reduzir o ônus tributário, evitando assim as penalidades tributárias futuras.

Quando analisado o efeito do risco de falência, *proxy* de restrição financeira capturada pelo Z-Score de Altman, foi verificado que as empresas do quartil com maior risco de falência (Q4) tendem a ser mais agressivas tributariamente, pois elas apresentaram uma redução entre 2% e 5% da ETR daquelas empresas que exibiram maior risco de falência. Esse resultado converge com os achados de Richardson et al. (2015), Damascena et al. (2018), Momente et al. (2017), França et al. (2018), Dang, Fang & He (2019) e Cythis, Tasios & Filos (2020), que observaram que o *stress* financeiro ou risco de falência estão associados a uma maior agressividade tributária.

Posteriormente, verificou-se que empresas com maiores estoques (EST) e retornos sobre os ativos (ROA) tendem a apresentar menores ETR. Esses resultados reforçam que o ambiente de incerteza econômica em si não direciona as práticas de planejamento tributário, mas que as características econômicas das firmas tendem a influenciar a agressividade tributária, pois os resultados sugerem que empresas com maior capacidade produtiva e que apresentam maiores retornos tendem a ter maiores oportunidades e a adotar práticas de planejamento tributário mais agressivas. Esses resultados convergem para evidências observadas no estudo de Momente et al. (2017) e França & Monte (2020), apesar de Damascena et al. (2018) e França et al. (2018) terem encontrado resultados divergentes em seus estudos.

Verifica-se, ainda, que as variáveis, estão listadas nos segmentos Tradicional (TRAD) e Novo Mercado (NM) de governança e apresentaram efeito positivo e estatisticamente significativo sobre a ETR. Nesse âmbito, é preciso considerar que, tendo maior potencial de crescimento, os gestores buscam recursos de terceiros para o financiamento de investimentos que afetarão os lucros subsequentes. Essa lógica é coerente com a perspectiva da moderna teoria de finanças, em especial, com as visões de Modigliani e Miller (1958, 1963) e de Myers e Majluf (1984) quando afirmam que, gerenciando o risco de falência, haverá incentivos para se captar recursos de terceiros para financiamento dos investimentos e maximização dos resultados futuros. Logo, a base de tributação aumentaria e, por consequência, a ETR.



Na sequência, foi analisado o efeito do ambiente de crise sobre a BTD (Tabela 3). Os resultados reforçam as evidências acerca da ETR, pois o ambiente de incerteza não apresentou efeitos significativos sobre a BTD em dois modelos. Nos outros dois (DRiscoPais e RiscoPais), o contrário ocorreu, embora os efeitos sejam controversos, pois em um foi negativo, sugerindo redução da agressividade tributária, enquanto, no outro, foi positivo, apesar de o coeficiente ter se apresentado próximo de zero, podendo ser interpretado como um efeito economicamente não relevante.

Tabela 3

**Estatísticas do efeito do ambiente de crise sobre a BTD no período de 2013-2018**

ETR <sub>it</sub>		1.1		1.2		1.3		1.4	
Intercepto		0.0097	(0.009)	0.007	(0.015)	-0.008	(0.007)	0.009	(0.009)
D <sub>Crise</sub> <sub>t</sub>	(H <sub>1</sub> )	0.001	(0.001)						
D <sub>RiscoPais</sub> <sub>t</sub>	(H <sub>1</sub> )			-0.004***	(0.001)				
RiscoPais <sub>it</sub>	(H <sub>1</sub> )					2.37e-05***	(8.44e-06)		
D <sub>RetroPIB</sub> <sub>t</sub>	(H <sub>1</sub> )							0.000	(0.001)
Q2_Z-Score-Altman		-0.007***	(0.002)	-0.012***	(0.002)	-0.008***	(0.001)	-0.007***	(0.002)
Q3_Z-Score-Altman		-0.0063**	(0.003)	-0.009***	(0.002)	-0.003	(0.002)	-0.006**	(0.003)
Q4_Z-Score-Altman		-0.002	(0.004)	-0.008**	(0.004)	0.003	(0.003)	-0.002	(0.004)
EST <sub>it</sub>		0.021***	(0.007)	0.019*	(0.011)	0.0283***	(0.006)	0.020***	(0.007)
TAM <sub>it</sub>		-0.001	(0.001)	-0.001	(0.001)	-0.000	(0.000)	-0.001	(0.001)
ROA <sub>it</sub>		0.431***	(0.014)	0.463***	(0.013)	0.440***	(0.012)	0.431***	(0.014)
ΔIMOB <sub>it</sub>		0.005*	(0.003)	0.006**	(0.003)	0.0152***	(0.003)	0.005*	(0.003)
EMPRFIN <sub>it</sub>		-0.009	(0.006)	-0.004	(0.008)	-0.023***	(0.005)	-0.010	(0.006)
MTB <sub>it</sub>		-0.000	(0.000)	7.17e-05	(0.000)	-0.001**	(0.000)	-0.000	(0.000)
PAYOUT <sub>it</sub>		-0.001***	(0.000)	-0.000	(0.000)	-0.001***	(0.000)	-0.001***	(0.000)
TRAD <sub>i</sub>		-0.004	(0.003)	-0.005	(0.005)	-0.001	(0.003)	-0.004	(0.003)
N2 <sub>i</sub>		0.002	(0.005)	-0.004	(0.008)	0.0100***	(0.004)	0.002	(0.005)
NM <sub>i</sub>		-0.002	(0.002)	-0.003	(0.005)	-0.000	(0.002)	-0.001	(0.003)
Wald (x <sup>2</sup> )		1535.03***		1921.73***		3040.65***		1502.79***	
Observações		799		799		799		799	
No de empresas		201		201		201		201	
Controle de Ano		Não		Não		Não		Não	
Controle do Setor		Sim		Sim		Sim		Sim	

Nota. \*\*\*, \*\*, \* Estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Utilizou-se o *Generalized Least Squares* (GLS) com ajustes para heterocedasticidade e autocorrelação conforme Gujarati (2019) e Wooldridge (2011).

Fonte: dados da pesquisa

Quando analisadas as variáveis de controle, observou-se que o Z Score de Altman e o índice *payout* (PAYOUT) apresentam significância estatística negativa, indicando que as empresas com riscos de falência e aquelas com maior proporção de distribuição de resultados tendem a adotar práticas de planejamento tributário menos agressivas. Já as variáveis estoque (EST) e retorno sobre os ativos (ROA) apresentaram associações positivas e significativas ao nível de 1%.

As demais variáveis não apresentaram associações significativas de forma consistente, alternando-se de acordo com a variável explicativa de interesse. Contudo, reforçam as evidências observadas em países emergentes, onde as características econômicas das firmas influenciam as práticas de planejamento tributário agressivas de forma diferente ao longo do tempo (Momento et al., 2017; Damascena et al., 2018; França et al., 2018; Dang, Fang & He, 2019; Kang & Wang, 2021).

## 4.2 Analisando o efeito moderação da incerteza econômica sobre as determinantes da agressividade tributária

A análise da moderação do ambiente de incerteza econômica sobre as determinantes da ETR e da BTM (Tabela 4) reforçam as evidências reportadas nas Tabelas 2 e 3. Contudo, apresentam resultados complementares importantes que reforçam a hipótese 2 de que existe um efeito moderador do ambiente de incerteza econômica. Aquelas empresas com maiores restrições financeiras tendem a apresentar menor ETR e, portanto, maior agressividade tributária. Esses resultados convergem com os de Damascena et al. (2018), França et al. (2018), Dang, Fang & He (2019) e Kang & Wang (2021), que também observaram um efeito moderador do ambiente de incerteza econômica.

Tabela 4

**Estatísticas dos modelos com o efeito moderação do ambiente de crise sobre os determinantes da ETR e BTM no período de 2013-2018**

ETR <sub>it</sub>		2.1	2.2	2.3	2.4
Q2_Z-Score-Altman*IE	(H <sub>2</sub> )	-0.045*** (0.014)	0.006 (0.013)	-0.001*** (0.000)	-0.027*** (0.010)
Q3_Z-Score-Altman*IE	(H <sub>2</sub> )	-0.052*** (0.018)	-0.024 (0.016)	-0.001*** (0.000)	-0.064*** (0.012)
Q4_Z-Score-Altman*IE	(H <sub>2</sub> )	-0.150*** (0.031)	-0.072*** (0.025)	-0.001*** (0.000)	-0.136*** (0.020)
TAMit* IE	(H <sub>2</sub> )	-0.006** (0.003)	-0.002 (0.003)	-2.63e-05 (2.94e-05)	-7.67e-05 (0.002)
ROAit* IE	(H <sub>2</sub> )	-0.045 (0.052)	-0.048 (0.057)	0.000 (0.000)	-0.014 (0.038)
ΔIMOB <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	0.034 (0.026)	-0.004 (0.017)	0.000 (0.000)	0.002 (0.015)
EMPRFIN <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	-0.029 (0.035)	-0.090*** (0.022)	-7.52e-05 (0.000)	-0.072*** (0.014)
MTBit* IE	(H <sub>2</sub> )	0.008*** (0.002)	0.004* (0.002)	5.52e-05** (2.36e-05)	0.007*** (0.002)
PAYOUT <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	0.020*** (0.003)	0.019*** (0.002)	0.000*** (3.06e-05)	0.020*** (0.002)
BTM		2.1	2.2	2.3	2.4
Q2_Z-Score-Altman* IE	(H <sub>2</sub> )	-0.006* (0.003)	-0.011*** (0.004)	-3.51e-05 (2.61e-05)	-0.006* (0.004)
Q3_Z-Score-Altman* IE	(H <sub>2</sub> )	-0.015** (0.006)	-0.020*** (0.006)	-7.28e-05 (4.56e-05)	0.004 (0.006)
Q4_Z-Score-Altman* IE	(H <sub>2</sub> )	-0.021** (0.010)	-0.013 (0.008)	-0.000** (7.21e-05)	0.021** (0.010)
TAM <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	-1.03e-05* (5.94e-06)	-0.000 (0.001)
ROA <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	0.131*** (0.028)	0.119*** (0.030)	0.001*** (0.000)	0.127*** (0.031)
ΔIMOB <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	-0.017** (0.008)	-0.005 (0.006)	-0.000** (5.92e-05)	-0.028*** (0.007)
EMPRFIN <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	0.024** (0.009)	0.011 (0.010)	0.0001* (6.89e-05)	0.050*** (0.011)
MTB <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	8.96e-06 (5.71e-06)	-0.002*** (0.001)
PAYOUT <sub>it</sub> * IE	(H <sub>2</sub> )	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-2.03e-05*** (6.36e-06)	-0.003*** (0.001)
Observações		799	799	799	799
No de empresas		201	201	201	201
Tipo de Painel		EA	EA	EA	EA
Controle de Ano		Não	Não	Não	Não
Controle do Setor		Sim	Sim	Sim	Sim

Nota. \*\*\*, \*\*, \* Estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. IE – Proxy de incerteza econômica em cada modelo. Utilizou-se o *Generalized Least Squares* (GLS) com ajustes para heterocedasticidade e autocorrelação conforme Gujarati (2019) e Wooldridge (2011).

Fonte: dados da pesquisa

Dessa moderação, observa-se ainda que empresas com maior potencial de crescimento (MTB) e índice *payout* (PAYOUT) têm menos incentivos para adotarem práticas de planejamento tributário mais agressivas. Esses resultados sugerem que, naquelas empresas com maior potencial de crescimento e remuneração dos acionistas, os gestores têm menos incentivos para agirem agressivamente em ambientes de incerteza econômica.

Quando analisada a moderação do ambiente de incerteza sobre os determinantes da BTB, apesar de se confirmar a hipótese do efeito moderação, os resultados foram inconsistentes em termos de sinais esperados. Essas relações foram observadas em estudos anteriores e podem reforçar as fragilidades da BTB enquanto *proxy* de agressividade tributária. As explicações são diversas, mas principalmente porque a diferença entre o resultado contábil e o tributário pode decorrer, inclusive, de práticas de manipulação de resultados que extrapolam o intuito de se reduzir a tributação. Contudo, verificou-se que as empresas com maiores ROA e maiores endividamentos financeiros tendem a apresentar maior BTB, sugerindo maior agressividade. Esse resultado reforça o que foi observado em Damascena et al. (2018), Momente et al. (2017) e Dang, Fang & He (2019), apesar de terem usado a ETR como *proxy* de agressividade tributária.

## 5. Conclusão

O presente estudo analisou a associação entre o ambiente de incerteza econômica e a agressividade tributária. Além disso, buscou verificar a existência de um efeito moderador do ambiente de incerteza econômica sobre as determinantes da agressividade tributária. Para tanto, utilizou uma abordagem econométrica para avaliar a hipótese de que, em um ambiente de incerteza, as firmas tendem a apresentar maior nível de agressividade. Nesse sentido, adicionalmente, avaliou o efeito moderador do ambiente sobre as determinantes da agressividade tributária.

Os dados de 252 empresas listadas na B3 referentes ao período de 2013-2018 evidenciaram que, em termos gerais, o ambiente de incerteza econômica não está associado com maior nível de agressividade tributária. Porém, foi observado que o ambiente de incerteza econômica modera o efeito dos determinantes da agressividade tributária. Por exemplo, firmas com maiores restrições financeiras tendem a ser mais agressivas em ambiente de incerteza econômica, assim como as empresas maiores, com maiores retornos e com maior proporção de empréstimos e financiamentos. Esses resultados convergem parcialmente com os estudos realizados em países emergentes, como os latino-americanos e a China, conforme reportam Damascena, França, Leite Filho & Paulo (2018), Momente et al. (2017), Dang, Fang & He (2019) e Kang & Wang (2021). Os resultados foram consistentes para diferentes *proxies* de agressividade tributária e especificações, além de serem robustos para heterocedasticidade e correlação serial dos resíduos.

Este estudo reforça a importância do planejamento tributário como estratégia de redução da carga tributária, porém, evidencia que, no contexto brasileiro, o ambiente de incerteza econômica não está associado a maior engajamento para evitar tributos, como observaram Richardson, Taylor & Lanis (2015). Diversos fatores podem explicar esse comportamento, como, por exemplo: o perfil das empresas analisadas – em geral, grandes empresas e líderes em seus setores; e o risco de litígios, pois, conforme destacaram Kang & Wang (2021), os governos sofrem uma pressão fiscal e a necessidade de garantia de receitas para manutenção das contas públicas, o que pode resultar em maior monitoramento pelo fisco e um desestímulo à adoção de práticas mais agressivas. Além disso, tal cenário reforça a fragilidade da BTB como *proxy* de agressividade tributária, pois não é incomum os sinais observados não serem significativos ou apresentarem-se com sinais invertidos, o que sugere uma incoerência.

Os resultados encontrados com este estudo contribuem com profissionais da contabilidade, auditoria, tributação e elaboradores de políticas econômicas e fiscais, pois demonstram que, em períodos de incerteza econômica, as empresas não aumentam o nível de agressividade tributária. O estudo preenche, ainda, uma lacuna na literatura nacional sobre agressividade tributária e evidencia que, apesar da inexistência de associação com o ambiente de incerteza, em ambientes recessivos, os atributos financeiros das firmas são mais significativos na explicação da maior agressividade tributária. Em especial, empresas com maiores níveis de endividamento e risco de falência tendem a apresentar comportamentos mais agressivos do ponto de vista tributário.

Apesar dessas significativas contribuições, o estudo não analisou a relação de causalidade entre o ambiente de incerteza e a agressividade tributária. Além disso, é necessário entender em que medida a inconsistência dos resultados acerca da BTM não decorre da adoção de práticas de gerenciamento de resultados. Outro avanço necessário, em linha com o observado por Kang & Wang (2021), se direciona no sentido de avaliar em que medida o maior rigor no monitoramento influencia na agressividade tributária das empresas, principalmente em um contexto de incerteza econômica. Por fim, é preciso entender como as relações observadas neste estudo ocorrem em empresas não listadas, principalmente naquelas seguidoras em um determinado mercado. O atendimento dessas limitações compreende estudos futuros necessários para a melhor compreensão das evidências apresentadas.

## Referências

- Baltagi, B. H. (2005). *Econometrics Analysis of Panel Data* (Third). John Wiley & Sons, Inc.
- Billor, N., Hadi, A. S., & Velleman, P. F. (2000). BACON: Blocked adaptive computationally efficient outlier nominators. *Computational Statistics & Data Analysis*, 34(3), 279–298. [https://doi.org/10.1016/S0167-9473\(99\)00101-2](https://doi.org/10.1016/S0167-9473(99)00101-2)
- Cabello, O. G., & Pereira, C. A. (2015). Efeitos das Práticas de Tributação do Lucro na Effective Tax Rate (ETR): Uma Abordagem da Teoria das Escolhas Contábeis. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 356–373. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2015080305>
- Carvalho, V. G. de, Paulo, E., & Tavares, A. de L. (2014). *Gerenciamento Tributário: Proxies Utilizadas pelas Pesquisas no Período 2000 a 2012*. 5(3), 19.
- Chiachio, V. F. de O., & Martinez, A. L. (2019). Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(2), 160–181. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180234>
- Damascena, L. G., França, R. D., Leite Filho, P. A. M., & Paulo, E. (2018). Restrição Financeira, Taxa Efetiva de Impostos Sobre o Lucro e os Efeitos da Crise nas Empresas de Capital Aberto Listadas no B3. *Revista Universo Contábil*, 13(4), 155. <https://doi.org/10.4270/ruc.2017430>
- Dang, D., Fang, H., & He, M. (2019). Economic policy uncertainty, tax quotas and corporate tax burden: Evidence from China. *China Economic Review*, 56, 101303. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2019.101303>
- Edwards, A., Schwab, C., & Shevlin, T. (2016). Financial Constraints and Cash Tax Savings. *The Accounting Review*, 91(3), 859–881. <https://doi.org/10.2308/accr-51282>
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M. da, & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488–501. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902012000500002>

- França, R. D. de, Damascena, L. G., Duarte, F. C. de L., & Leite Filho, P. A. M. (2018). *Influência da restrição financeira e da crise financeira global na Effective Tax Rate de empresas latino-americanas*. 12(1), 16. <https://doi.org/10.3232/GCG.2018.V12.N1.05>
- França, R. D. de, & Monte, P. A. do. (2020). Efeitos da Reputação Corporativa na Tax Avoidance de Empresas de Capital Aberto. *Revista Universo Contábil*, 15(4), 109–126. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019430>
- Franzen, A., Meurer, R., Gonçalves, C. E. S., & Seabra, F. (2009). Determinantes do fluxo de investimentos de portfólio para o mercado acionário brasileiro. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 39(2), 301–328. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612009000200003>
- Garcia, R., Monte-Mor, D., & Tardin, N. (2019). Can accounting-based and market-based indicators predict changes in the risk rating of brazilian banks? *Review of business management*, 21(1), 152–168. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i1.3968>
- Garcia, R., & Santos, A. R. dos. (2007). *A influência do índice de risco-país nas decisões de investimento em condições de instabilidade política e econômica momentânea*. 16.
- Gujarati, D. (2019). *Econometria: Princípios, Teoria e Aplicações Práticas*. Saraiva.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>
- Kang, W., & Wang, J. (2021). Corporate tax effects of economic policy uncertainty. *Accounting & Finance*, 61(S1), 2577–2600. <https://doi.org/10.1111/acfi.12677>
- Lietz, G. M. (2013). Tax Avoidance vs. Tax Aggressiveness: A Unifying Conceptual Framework. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2363828>
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade Tributária: Um Survey da Literatura. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 11(0), 106–124. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1724>
- Martinez, A. L., & Silva, R. da. (2018). Restrição Financeira e Agressividade Fiscal nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(3), 448–463. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2018110305>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Momente, T. T., Rezende, A. J., Silva, J. M. da, & Dalmácio, F. Z. (2017). *Nível de Planejamento Tributário em Épocas de Crise no Mercado Brasileiro*. XI Congresso Anpcont, 20.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Oreiro, J. L. (2017). A Grande Recessão Brasileira: Diagnóstico e Uma Agenda de Política Econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75–88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Ornelas, J. R. H. (2017). *Risco, Dívida e Alavancagem Soberana* (457º ed). Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD457.pdf>
- Paula, L. F. de, & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125–144. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>
- Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2015a). The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia. *Economic Modelling*, 44, 44–53. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.09.015>

- Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2015b). The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: Evidence from Australia. *Economic Modelling*, 44, 44–53. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2014.09.015>
- Schineller, L. M., Mukherji, J., & Brandazza, D. D. (2018). *Quais os desafios do Brasil após as eleições presidenciais?* 6.
- Shen, H., Hou, F., Peng, M., Xiong, H., & Zuo, H. (2021). Economic policy uncertainty and corporate tax avoidance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101500. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101500>
- Slemrod, J. (2007). Cheating Ourselves: The Economics of Tax Evasion. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 25–48.
- Soihet, E., Ribeiro, T. C., & Safins, M. A. (2016). Risco-País Brasileiro no período 2002-2010: Uma análise macroeconômica e econométrica por meio da metodologia VAR (vetor-autoregressivo). *A Economia em Revista - AERE*, 23(2), 39. <https://doi.org/10.4025/aere.v23i2.18676>
- Vartanian, P. R., & Garbe, H. de S. (2019). *The Brazilian Economic Crisis during the Period 2014-2016: Is There Precedence of Internal or External Factors?* 21.
- Wang, H., Liang, P., & Deng, J. (2018). Economic Cycle, Accounting Conservatism and Financial Constraints. In J. Xu, M. Gen, A. Hajiyev, & F. L. Cooke (Orgs.), *Proceedings of the Eleventh International Conference on Management Science and Engineering Management* (p. 1737–1751). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-59280-0\\_146](https://doi.org/10.1007/978-3-319-59280-0_146)
- Wooldridge, J. (2011). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. MIT-Massachusetts Institute Technology.

## Apêndice 1

### Variáveis utilizadas nos modelos de regressão

Sigla	Descrição	Operacionalização	Sinal Esperado		Pesquisas Anteriores
<i>Variáveis Dependentes – Proxies de agressividade tributária</i>					
BTD	<i>Book Tax Differences</i>	$\left\{ \left[ \text{LAIR}_{it} - \frac{(\text{IR}_{it} + \text{CSLL}_{it})}{0,34} \right] / \text{AT}_{it} \right\}$			Ferreira et al. (2012), Momente et al. (2017).
ETR	Effective Tax Rate	$\left\{ (\text{IR}_{it} + \text{CSLL}_{it}) / \text{LAIR}_{it} \right\}$			Cabello e Pereira (2015).
<i>Variáveis independentes – proxies de incerteza econômica</i>					
			BTD	ETR	
Crise	Ambiente de Crise Econômica	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para os anos de ambiente de crise e 0 para os demais	+	-	Damascena et al. (2018), França et al. (2018), Momente et al. (2017), Paula & Pires (2017).
RiscoPaís	Risco-País	$\ln \left( \frac{\text{EMBI}_t}{\text{EMBI}_{t-1}} \right)$	+	-	Franzen et al. (2009), Ornelas (2017), Soihet et al. (2016).
$\Delta$ PIB	Variação do Produto Interno Bruto	$\left[ (\text{PIB}_t - \text{PIB}_{t-1}) / \text{PIB}_{t-1} \right]$	+	-	Momente et al. (2017), Vartanian e Garbe (2019).
RetrPIB	Retração do Produto Interno Bruto	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para os anos em que o PIB reduziu em relação ao ano anterior 0 quando não.	+	-	Oreiro (2017), Vartanian & Garbe (2019).
<i>Variáveis independentes – Controles</i>					
Alt	Z-Score de Altman	Variável contínua com o Z-Score de Altman (1979) adaptado por Martins e Ventura (2020)	+	-	Martinez (2019), Martins & Ventura (2020)
Est	Estoques	$\left( \frac{\text{Estoques}_{it}}{\text{AT}_{it}} \right)$	+	-	(França & Monte, 2020)
Tam	Tamanho	Logaritmo natural do total de ativos	+	-	Momente et al. (2017), Chiachio & Martinez (2019)
ROA	Retorno sobre os ativos	$\left\{ \frac{\text{LAIR}}{[(\text{AT}_{it} + \text{AT}_{it-1})/2]} \right\}$	-	+	Momente et al. (2017), França et al. (2018), Chiachio & Martinez (2019)
$\Delta$ Imob	Crescimento do Imobilizado	$\ln \left( \frac{\text{Imob}_{it}}{\text{Imob}_{it-1}} \right)$	+	-	Chiachio & Martinez (2019)
EmprFin	Empréstimos e Financiamento de LP	$\ln \left( \frac{\text{Emprest. Fin LP}_{it}}{\text{AT}_{it}} \right)$	+	-	Momente et al. (2017), Damascena et al. (2018), França et al. (2018); Chiachio & Martinez (2019)
MTB	<i>Market To Book</i>	$\left( \frac{\text{VMA}_{it}}{\text{PL}_{it}} \right)$	-	+	Momente et al. (2017)
PayOut	Índice <i>Payout</i>	$\left( \frac{\text{Dividendos}_{it} + \text{JSCP}_{it}}{\text{LL}_{it}} \right)$	+	-	Damascena et al. (2018)
NivGov	Nível de Governança	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para o iésimo nível de governança e 0 para os demais.	+/-	+/-	Martinez & Fonseca (2020)
SegEcon	Segmento Econômico	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 para o iésimo nível de governança e 0 para os demais.	+/-	+/-	Cabello & Pereira (2015).

Nota. S.E.-Sinal Esperado; LAIR – Lucro Antes do IR e CSLL; IR – Imposto de Renda; IRD – Imposto de Renda Diferido; CSLL – Contribuição Social Sobre o Lucro; EMBI +/- *Emerging Markets Bond Index*; PIB – Produto Interno Bruto; AT – Ativo Total; Imob – Imobilizado; PT – Passivo Total; VMA – Valor de Mercado das Ações; PL – Patrimônio Líquido; EmprEst. Fin LP – Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo; JSCP – Juros Sobre o Capital Próprio; LL – Lucro Líquido.

# 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](http://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 Figuras<sup>1</sup>

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:

<sup>1</sup> Grande parte dessas orientações foi adaptada do Manual de Submissão da Revista de Administração Contemporânea – RAC, disponível em [www.anpad.org.br](http://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>.