

LINEKER COSTA PASSOS  
ALLAN PINHEIRO HOLANDA  
(ORGANIZADORES)

# ESTUDOS EM ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE



EDITORA INOVAR

# **ESTUDOS EM ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**



Lineker Costa Passos  
Allan Pinheiro Holanda  
(Organizadores)

ESTUDOS EM ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

1.<sup>a</sup> edição

MATO GROSSO DO SUL  
EDITORA INOVAR  
2020

## **Copyright © dos autores e autoras**

Todos os direitos garantidos. Este é um livro publicado em acesso aberto, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que sem fins comerciais e que o trabalho original dos autores e autoras seja corretamente citado.

---

**Lineker Costa Passos; Allan Pinheiro Holanda (Organizadores).**

**Estudos em administração e contabilidade.** Campo Grande: Editora Inovar, 2020. 167p.

ISBN: 978-65-86212-32-7.

.

1. Administração. 2. Contabilidade. 3. Pesquisa. 4. Autores. I. Título.

CDD –658

---

**Os conteúdos dos capítulos são de responsabilidades dos autores e autoras.**

### **Conselho Científico da Editora Inovar:**

Franchys Marizethe Nascimento Santana (UFMS/Brasil); Jucimara Silva Rojas (UFMS/Brasil); Katyuscia Oshiro (RHEMA Educação/Brasil); Maria Cristina Neves de Azevedo (UFOP/Brasil); Ordália Alves de Almeida (UFMS/Brasil); Otília Maria Alves da Nóbrega Alberto Dantas (UnB/Brasil).

**Editora Inovar**

[www.editorainovar.com.br](http://www.editorainovar.com.br)

79002-401 - Campo Grande – MS

2020

# Apresentação

Em uma visão geral, a Administração e a Contabilidade têm como objetos atributos relacionados à firma, enquanto a primeira busca a condução da firma a partir de conceitos de eficácia e eficiência, a segunda estuda o patrimônio da firma. Nessa ideia, as duas estão inter relacionadas, pois ambas se comunicam pelo canal informacional, a Contabilidade como geradora das informações, enquanto a Administração como principal usuário dessas informações.

Extrapolando o conceito de firma, já que para muitos elas são uma ficção jurídica, os campos de estudos, tanto da Administração quanto da Contabilidade, são amplos e, portanto, permitem a exploração dos mais variados assuntos no contexto de pesquisas.

A proposta deste livro é, portanto, explorar as diversas aplicações de pesquisas na Administração e Contabilidade, evidenciando-se estudos nos campos metodológico/teórico e no campo empírico.

Nessa direção, dividiu-se o livro em duas partes. Na primeira parte, apresentam-se 3 discussões metodológicas/teóricas, ao passo que, na segunda parte, apresentam-se 7 pesquisas empíricas.

Os estudos da primeira parte mesclam abordagens próprias de estudos epistemológicos e bibliométricos, bem como abordagem relativa à ensaio teórico, na qual se discute teoricamente em torno de determinadas temáticas. Essas pesquisas permitem que o leitor tanto acesse o estado da arte das temáticas abordadas quanto obtenha conhecimento das construções aplicadas nos referidos estudos.

Já na segunda parte, predominam estudos próprios do método Arquivo (*Archival*)/Empirista, os quais envolvem diferentes temáticas como *Interlocking* Financeiro, Crescimento, *Disclosure*, Desempenho e Endividamento das firmas. Essas pesquisas permitem que o leitor obtenha conhecimento tanto de aspectos teóricos das referidas temáticas envolvidas quanto dos diferentes métodos científicos aplicados pelos pesquisadores no intuito de se responder as questões estabelecidas.

Desejamos a todos uma excelente leitura.

Lineker Costa Passos  
Allan Pinheiro Holanda  
(Organizadores)

# Sumário

<b>Capítulo 1: Estudos Teóricos e Metodológicos</b>	7
Estado da arte das pesquisas em pessoas com deficiência (PcD) enquanto consumidor em periódicos internacionais com base no modelo de Theophilo e Iudicibus (2005)	8
Contabilidade e conflitos de agência entre <i>insiders</i> e financiadores de capital corporativo	23
Validação epistemológica de pesquisas em administração e controladoria	37
<b>Capítulo 2: Estudos Empíricos</b>	57
<i>Interlocking</i> financeiro nas companhias de capital aberto no Brasil	58
Crescimento financiado externamente e qualidade do <i>disclosure</i> : uma análise empírica	82
Divulgação das provisões judiciais: uma análise comparativa de empresas do setor farmacêutico brasileiro	98
Divulgação de relatório de sustentabilidade é um diferencial no desempenho financeiro? Estudo das empresas mais sustentáveis do ranking da revista Exame	111
Análise de diferenças de desempenho entre empresas participantes e não-participantes do ISE-BM&FBOVESPA	125
Análise da correlação entre o índice de composição de endividamento e o valor da ação das empresas de siderurgia listadas na B3 no período de 2009 a 2018	145
Uma abordagem logística na gestão de custos: estudo de caso em uma usina da Mata Sul do estado de Pernambuco	153
<b>Sobre os organizadores</b>	165

# **Capítulo 1**

## **Estudos Teóricos e Metodológicos**



# **ESTADO DA ARTE DAS PESQUISAS EM PESSOAS COM DEFICIÊNCIA (PcD) ENQUANTO CONSUMIDOR EM PERIÓDICOS INTERNACIONAIS COM BASE NO MODELO DE THEOPHILO E IUDICIBUS (2005)**

Talyta Eduardo Oliveira<sup>1</sup>

Pedro Felipe da Costa Coelho<sup>2</sup>

**Resumo:** É comum em Administração pesquisas com o objetivo de analisar a produção científica de suas subáreas ou de temáticas específicas. Dentre as formas de analisar epistemologicamente a produção científica de áreas de estudo, destaca-se o modelo de análise epistemológica de Bruyne, Herman e Schoutheete (1991), que categoriza a análise epistemológica em modelo quadripolar. Por esse esquema metodológico e reflexivo sobre a ciência, o conhecimento de objetos sociais pode ser organizado por meio de quatro polos: o epistemológico, o teórico, o metodológico e o técnico. Tal modelo foi adaptado para a área contábil por Theóphilo e Iudícibus (2005) e será utilizado neste artigo. Este artigo tem como objeto de estudo é a análise da produção acadêmica internacional sobre Pessoas com Deficiência (PcD) no campo da Administração, apontando: tendências, lacunas e diretrizes para novas pesquisas, pois pesquisas nacionais sobre a temática, teve-se a sistematizar a produção científica sobre o assunto, sem esboçar um olhar crítico. Dessa forma, este artigo tem o objetivo de verificar como as pesquisas sobre PcD em periódicos internacionais estão utilizando os polos: técnico, metodológico, teórico e epistemológico com base no modelo de Theophilo e Iudicibus (2005). Observou-se que os trabalhos sobre Pessoas com deficiências como consumidor são predominantemente teórico-empíricos, reforçando a questão de que pesquisas sobre o tema não são baseadas em teorias. As pesquisas sobre esse tema têm como características a construção de um novo objeto de estudo e maior diversidade de estratégias metodológicas e técnicas. Conclui-se que para pesquisas nesse tema, os polos metodológico e técnico são os mais abordados em detrimento do polo teórico.

**Palavras-chave:** Epistemologia; Modelo Quadripolar; Pessoas com Deficiência(PcD)

---

<sup>1</sup> Mestre em Administração de Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>2</sup> Mestre em Administração pela Universidade Federal da Paraíba

## 1 CONTEXTUALIZAÇÃO

É recorrente em Administração a realização de estudos que objetivem a análise da produção científica de suas subáreas ou de temáticas específicas. Nestes esboços, busca-se, primordialmente, sistematizar as pesquisas acerca de assunto em que se possa elencar os autores mais citados, a evolução quantitativa dos estudos, os métodos de coleta de dados empregados, assim como evidenciar outras características do que foi produzido pelos acadêmicos dessa linha de pesquisa. Para tanto, alguns procedimentos são utilizados, como a Revisão Sistemática de Literatura, a Meta-análise e a Bibliometria.

Em alguns destes estudos, inclusive, é explícita a confusão conceitual de seus autores, que os definem como bibliometrias, embora apresentem os procedimentos de uma revisão sistemática de literatura. Diante disso, editores de periódicos de Administração, sobretudo aqueles classificados com Qualis acima de B2, estão rejeitando artigos com tais características, e explicitando em suas normas de submissão que não aceitam trabalhos com esse teor. De fato, há pouca ou nenhuma reflexão crítica em tais estudos, de forma a justificar suas publicações.

Na contramão dessa tendência, recentes pesquisas, em especial estudos provenientes das Ciências Contábeis (RIBEIRO FILHO et al., 2007; COSTA; MARTINS, 2016; BRANDÃO; HOLANDA, COELHO, 2017), analisaram produções científicas a partir de um olhar epistemológico. Tais estudos fundam-se na ideia de que é imprescindível aos pesquisadores estarem atentos para a natureza do conhecimento gerado em seu campo de estudos, assim como para os fundamentos que norteiam as investigações (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

Este delineamento está alinhado a este entendimento. Considera-se, portanto, que o conhecimento pode ser estudado em sua natureza própria e nas condições prévias de sua existência, uma vez que é entendido como um processo e não como um dado adquirido (JAPIASSU, 1991).

Dentre as formas de analisar epistemologicamente a produção científicas de áreas de estudo, destaca-se o modelo de análise epistemológica de Bruyne, Herman e Schoutheete (1991), que categoriza a análise epistemológica em modelo quadripolar. Por esse esquema metodológico e reflexivo sobre a ciência, o conhecimento de objetos sociais pode ser organizado por meio de quatro polos: o epistemológico, o teórico, o metodológico e o técnico. Tal modelo foi adaptado para adaptado para a área contábil por Theóphilo e Iudícibus (2005) e será utilizado neste artigo.

O objeto de análise deste artigo será uma temática de Administração, denominada pessoas com deficiência enquanto consumidoras (*consumers with disabilities*), doravante PcD. No Brasil, pessoas com deficiência correspondem a aproximadamente 23,9% da população, o que representa 45,6 milhões de pessoas com deficiências físicas, sensoriais, mentais ou múltiplas. Apesar de sua

representatividade, grande parte das publicações relacionadas às pessoas com deficiência em periódicos de Administração são contribuições estrangeiras (BAKER; STEPHENS; HILL, 2001; HOGG; WILSON, 2004). A maioria dos estudos nacionais tem o enfoque na área de Recursos Humanos, frequentemente denotando a preocupação com a inclusão de tais indivíduos no mercado de trabalho (CARVALHO-FREITAS; MARQUES, 2009).

Nesse sentido, uma interessante lacuna de pesquisa seria a análise da produção acadêmica nacional sobre PcD no campo da Administração, apontando: tendências, lacunas e diretrizes para novas pesquisas.

Contudo, tal estudo foi realizado em 2011 por Faria e Carvalho (2011). Nessa investigação, foi analisada a evolução das publicações, estratégias de pesquisa, métodos de coleta de dados, decisões de amostragem e as instituições de ensino superior que se sobressaíram na produção científica da temática entre 2000 e 2010. Evidenciou-se que os acadêmicos brasileiros reproduziram a exclusão de PcD da sociedade. Tais estudos sobre deficientes no país mereceram um foco mais detido em apenas 0,37% das publicações veiculadas nos anais dos eventos da ANPAD entre 2000 e 2010 (FARIA; CARVALHO, 2011).

Contudo, o estudo mencionado, além de possuir como objeto de estudo as pesquisas nacionais sobre a temática, ateve-se a sistematizar a produção científica sobre o assunto, sem esboçar um olhar crítico. Dessa forma, este artigo tem o objetivo de **verificar como as pesquisas sobre PcD em periódicos internacionais estão utilizando os polos técnico, metodológico, teórico e epistemológico com base no modelo de Theophilo e Iudicibus (2005)**. Foi utilizado o modelo de Theóphilo e Iudícibus (2005), desenvolvido a partir da adaptação de modelo apresentado por Bruyne et al. (1991), incorporando dimensões contidas em Gamboa (1987) e Martins (1994), além de elementos próprios obtidos a partir de estudos realizados sobre o assunto. Este modelo será descrito a seguir.

## **2 EPISTEMOLOGIA E O MODELO QUADRIPOlar**

Os estudos epistemológicos procuram na filosofia seus princípios e na ciência seu objeto e têm como função não só abordar os problemas gerais das relações entre a tradição filosófica e a tradição científica, mas também serve como ponto de encontro entre elas. Dessa forma, a epistemologia, por realizar uma análise crítica de seu objeto de estudo, a ciência, torna-se relevante como base para as “pesquisas de pesquisas” (GAMBOA, 1987).

A epistemologia é oriunda da teoria da ciência, como filosofia do conhecimento científico, visto que a teoria do conhecimento aparece como disciplina na idade moderna com Locke, Berkeley

e Hume. Até os anos de 1940 era considerada não só como um ramo da filosofia, mas como interpretação filosófica do conhecimento em geral, podendo-se expressá-la por meio do sujeito, do objeto e da imagem (SOUSA, 1978).

Japiassu (1991) menciona que um problema inicial quando se estuda a epistemologia é que, apesar de sua criação ser recente, o termo designa uma forma antiga de conhecimento. De fato, o seu início é incerto, pois alguns pesquisadores afirmam que o estudo do conhecimento científico iniciou ainda com Platão. A aproximação da epistemologia e da filosofia também é evidenciada na origem do estudo epistemológico, uma vez que os próprios filósofos desenvolveram os primeiros estudos sobre o tema, buscando entender os meios do conhecimento científico e os seus objetivos.

Para Japiassu (1991), o conhecimento deve ser considerado como um processo e não como um dado adquirido uma vez por todas. Não existem verdades definitivas, tudo é um processo e o conhecimento progride. Portanto, hoje é necessário falar em conhecimento-processo e não mais conhecimento-estado, assim como Popper (1993) já havia sugerido há décadas, quando defendeu a ideia que as teorias novas que explicassem melhor a realidade deveriam substituir as velhas teorias.

Ainda de acordo como o autor Japiassu (1991, p. 27), “[...] se nosso conhecimento se apresenta em devir, só conhecemos realmente quando passamos de um conhecimento menor a um conhecimento maior”. Dessa forma, a tarefa da Epistemologia consiste em apreender este devir e em analisar todas as etapas de sua estruturação. Com isso, há de se alcançar sempre um conhecimento provisório, jamais definitivo.

Por esta razão, os estudos críticos-metodológicos devem apoiar-se na ideia de que é fundamental que os pesquisadores estejam atentos para a natureza do conhecimento que vem sendo gerado em sua área de atuação e pesquisa. Há que se fazer uma reflexão crítica sobre o conhecimento que está sendo criado. Os avanços das ciências não são apenas progressivos, mas também reflexivos, isto é, o desenvolvimento das ciências depende, além das investigações que visam seu crescimento linear, de estudos que se dediquem à reflexão crítica sobre o conhecimento nelas produzido (BRUYNE et al., 1991).

Alinhado a esse entendimento, o objeto de estudo desta pesquisa foi analisado a partir do Esquema Paradigmático de Theóphilo e Iudícibus (2005), sintetizado no Quadro 1. A criação do conhecimento científico que se inicia com a problemática, segundo os referidos autores, se processa através dos polos epistemológico, teórico, metodológico e técnico.

Quadro 1 – Descrição dos polos epistemológico, teórico, metodológico e técnico.

Polo Epistemológico	Exerce uma função de vigilância crítica da pesquisa. Nele são discutidas questões como a explicitação das problemáticas de pesquisa e a produção do objeto científico; e considerados aspectos como as concepções de causalidade, validação etc.
Polo Teórico	Orienta a definição das hipóteses e construção dos conceitos. É o lugar da elaboração das linguagens científicas, determina o movimento de conceituação. Compreende aspectos como abordagens teóricas, posturas teóricas, programas de desenvolvimento científico etc.
Polo Metodológico	É a instância que inclui as estratégias ou as maneiras por meio das quais se busca a explicação para os fenômenos estudados. Esse polo compreende o ‘método’ (indutivo, dedutivo etc.) e os ‘métodos’ (histórico, comparativo etc.). Em uma visão epistemológica, como a aqui assumida, são consideradas dimensões amplas – as abordagens metodológicas ou modos de abordar a realidade, tais como a empirista, a positivista etc.
Polo Técnico	Guia os procedimentos de coleta de dados e sua transformação em Problemática, produção Abordagens teóricas, do objeto científico, formas de enunciação da causalidade, validação etc. teoria etc.

Fonte: Adaptado de Theóphilo e Iudícibus (2005)

No polo epistemológico, a pesquisa se situa na lógica da descoberta ou lógica da prova. A primeira se dá por meio do exame do processo de produção dos objetos e a seguinte, lógica da prova, cuida da análise lógica de validação e proposição das práticas científicas (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Este polo trata do problema da pesquisa, podendo ser classificado em: empírico, caracterizada pela condução de pesquisas de campo; (ii) conceitual, exige somente trabalho cerebral, embora possa requerer conceitualizações de operações empíricas; e (iii) valorativo, que resultam em soluções que contêm juízos de valor (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005). Neste polo é discutida a permanente construção do objeto científico e a definição dos limites da problemática de investigação, ocorrendo uma constante reformulação dos parâmetros discursivos, dos paradigmas e dos critérios de cientificidade que orientam todo o processo de investigação (SOUZA, 2005).

O polo teórico, por sua vez, tem o objetivo do polo teórico investigar a reconstrução conceitual das estruturas objetivas dos fenômenos, a fim de compreendê-los e explicá-lo. Ou seja, a teoria norteia a buscar os fatos e estabelece critérios para serem observados, por meio das hipóteses a serem testadas. Há duas posturas teóricas: (i) normativa, que impõe regras e normas descrevendo como deve ser alguma coisa; e (ii) positiva, que tem como objetivo explicar ‘o que é’, ao invés do que deve ser, primeiro se explica para em seguida prever a prática contábil (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

O polo metodológico, segundo Martins e Theóphilo (2009), tem como objetivo o aperfeiçoamento dos procedimentos e critérios usados para desenvolver a pesquisa, ou seja, como foi realizado o estudo. As abordagens metodológicas que foram objeto deste estudo são: (i) empirista, que possui como características a observação empírica, teste experimental e mensuração quantitativa das variáveis, geralmente os estudos baseiam-se em pressupostos que sustentam a busca da superação da subjetividade e dos juízos de valor; (ii) Positivista, é marcada pela busca da explicação dos fatos a partir das suas relações; o estudo dos fenômenos desvinculados de uma dinâmica ampla, sem o aprofundamento nas causas; (iii) Sistêmica, apresentam como características a visão do objeto como um sistema e a concepção de causalidade fundada na interação mútua entre os elementos; (iv) Funcionalista, apoia-se em básicos processos de socialização, reconhecendo que fenômenos ocorrem de forma invariante, pois sua estrutura funcional é básica e comum. Apoiadas em técnicas descritivas; (v) Fenomenológica, que proporciona um aprofundamento na realidade estudada, a partir da busca de compreensão dos significados atribuídos pelos sujeitos a essas experiências; e (vi) Estruturalista, que buscam a identificação da estrutura do fenômeno para levantar suas ligações determinantes e o propósito de atingir essa estrutura por meio da elaboração de modelos (MARTINS, 1997; THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

Por fim, o polo técnico compreende a coleta e análise dos dados. Para as ciências sociais aplicadas utiliza-se o termo estratégias de pesquisa para as diferentes maneiras de classificar um estudo (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

### 3 METODOLOGIA

O objetivo geral desta pesquisa é verificar como as pesquisas sobre Pessoas com Deficiência (PcD) como consumidoras em periódicos internacionais estão utilizando os polos técnico, metodológico, teórico e epistemológico com base no modelo de Theophilo e Iudicibus (2005).

Esta pesquisa foi desenvolvida com base no modelo de Theóphilo e Iudícibus (2005) para analisar os estudos internacionais sobre *consumers with disabilities*. Para tanto, os seguintes procedimentos foram realizados e serão descritos a seguir: (1) seleção dos periódicos; (2) definição da base de dados inicial de artigos; (3) seleção da base de dados definitiva; (4) análise das publicações.

A presente pesquisa foi construída a partir da análise das publicações dos seguintes *journals*: *Journal of Macromarketing*, *Journal of Public Policy & Marketing*, *Journal of Internacional Marketing*, *Journal of Marketing*, *Journal of Marketing Research*, *Journal of Retailing*, *The Journal of Consumer Affairs*, *International Journal of Hospitality Management* e *Tourism Management*. O

período delimitado compreende os anos de 2004 e 2016.

Inicialmente, optou-se por analisar os artigos dos cinco primeiros periódicos. O *Journal of Macromarketing* e o *Journal of Public Policy & Marketing* foram escolhidos por serem revistas científicas que notoriamente publicam estudos em marketing com ênfase para o bem-estar da sociedade (AMA, 2013). Já o *Journal of Internacional Marketing*, *Journal of Marketing* e o *Journal of Marketing Research* foram selecionados por serem *journals* da *American Marketing Association* e referências mundiais na área.

No entanto, ao iniciar a procura de estudos sobre o consumo de PcD nestes periódicos, foi observado que existiam poucas publicações relacionadas ao objeto de estudo desta pesquisa. Desse modo, após a leitura das referências destes artigos e de outras publicações nacionais e internacionais sobre o assunto, foram selecionados os últimos quatro periódicos: *Journal of Retailing*, *The Journal of Consumer Affairs*, *International Journal of Hospitality Management* e *Tourism Management*. Apesar de não serem especificamente da área de marketing, estes periódicos apresentam diversas contribuições para o marketing.

O primeiro *journal* possui ênfase em estudos sobre o varejo e, por isto, trata das estratégias mercadológicas elaboradas para melhor atender PcD nos ambientes de varejo, enquanto que *The Journal of Consumer Affairs* e o *International Journal of Hospitality Management* abordam estudos em administração e marketing voltados para as implicações sociais das práticas de mercado e o *Tourism Management* é um periódico conceituado que trata do planejamento e gestão em turismo e, por esta razão, também possui publicações sobre a atuação de PcD enquanto consumidoras de serviços turísticos.

Após a seleção dos periódicos a serem analisados, três processos foram adotados para identificar a base de dados inicial: definição das palavras-chaves a serem utilizadas nos mecanismos de busca, realização das buscas nos *sites* dos *journals* e exclusão dos artigos repetidos. Como não foi encontrada nenhuma bibliometria ou revisão de literatura internacional sobre a temática, as palavras-chaves foram definidas pelo próprio pesquisador. Sabendo que os periódicos selecionados tratam de publicações em administração, turismo e marketing, as palavras-chaves utilizadas fazem menção às pessoas com deficiência e aos seus diferentes tipos de limitação.

Desse modo, a partir da leitura de uma série de publicações sobre o consumo de PcD, uma relação prévia de palavras foi definida, a saber: “*Behavioral Impairment*”, “*Cognitive Impairment*”, “*Consumer Disadvantage*”, “*Consumers with Disabilities*”, “*Consumers with Visual Impairments*”, “*Disabled consumer*”, “*Disadvantaged Consumers*”, “*Elderly and disabled*”, “*Mentally Disabled*”, “*Mobility Impairments*”, “*Mobility-disabled consumer*”, “*People with Disabilities*”, “*Physical Disabilities*”, “*Physical Impairment*”, “*Visually Impaired And Consumption*”, “*Visually-Disabled*

*Persons*”, “*Vulnerability*”, “*Vulnerability of Consumers*”, “*Vulnerable Consumers*” e “*Vulnerable of Consumers*”.

Após a exclusão das palavras repetidas, foram selecionadas as seguintes palavras-chaves para a seleção dos artigos: “*Disabilities*”, “*Impairment*”, “*Disabled*”, “*Impaired*”, “*Disadvantage*”, “*Vulnerability*” e “*Vulnerable*”. Percebe-se, portanto, que diversas expressões que estão diretamente relacionadas à temática – como *mobility*, *cognitive* e *visually* - foram excluídas por serem geralmente escritas junto com as expressões “*Disabilities*”, “*Impairment*”, “*Disabled*”, “*Impaired*” e “*Disadvantage*”. Já as duas últimas palavras foram mantidas pelo interesse do pesquisador em analisar contribuições teórico-conceituais sobre a vulnerabilidade do consumidor, área de estudos que contesta a exploração de indivíduos vulneráveis (como PcD) em situações de consumo.

Ao final do segundo procedimento, diversos artigos foram encontrados, como expõe a Tabela 1. Ressalta-se que as buscas foram realizadas nas próprias páginas virtuais dos periódicos, onde as palavras-chaves selecionadas deveriam estar nos resumos dos artigos. Outro ponto a ser destacado é que no *Journal of Internacional Marketing* e no *Journal of Marketing* nenhum artigo foi encontrado, por isto não estão listados na tabela a seguir.

Tabela 1 - Levantamento Inicial dos Artigos

Palavra-Chave	Journal						
	<i>Journal of Macromarketing</i>	<i>Journal of Public Policy &amp; Marketing</i>	<i>Journal of Marketing Research</i>	<i>Journal of Retailing</i>	<i>The Journal of Consumer Affairs</i>	<i>International Journal of Hospitality Management</i>	<i>Tourism Management</i>
<i>Disabilities</i>	2	2	1	11	67	49	63
<i>Impairment</i>	0	6	5	11	18	19	25
<i>Disabled</i>	0	2	0	10	47	41	101
<i>Impaired</i>	0	0	0	11	66	31	40
<i>Disadvantage</i>	0	3	4	80	173	161	226
<i>Vulnerability</i>	11	25	14	45	92	39	169
<i>Vulnerable</i>	8	25	15	47	161	103	268

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ao contrário do esperado, o *Journal of Macromarketing* apresenta poucas contribuições sobre o consumo de PcD, assim como o *Journal of Public Policy & Marketing*. Observa-se, portanto, a importância da adição dos últimos quatro periódicos para a realização deste trabalho. Outro aspecto a ser ressaltado é que diversas publicações listadas acima são repetidas, ou seja, artigos similares foram encontrados com a utilização de palavras-chaves distintas. Após a exclusão dos artigos repetidos, a base de dados inicial foi definida, sendo apresentada abaixo:



Tabela 2 – Base de Dados Inicial

<b>Base de Dados</b>	<b>Número de artigos</b>
<i>Journal of Macromarketing</i>	12
<i>Journal of Public Policy &amp; Marketing</i>	27
<i>Journal of Marketing Research</i>	16
<i>Journal of Retailing</i>	122
<i>The Journal of Consumer Affairs</i>	236
<i>International Journal of Hospitality Management</i>	193
<i>Tourism Management</i>	433
<b>Total</b>	<b>1039</b>

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para selecionar a base de dados definitiva foram excluídos os artigos que não tratavam do consumo de PcD ou apresentavam estudos teórico-conceituais sobre vulnerabilidade do consumidor. Nesse sentido, diversos artigos foram retirados da base de dados definitiva por analisarem a atuação de deficientes no mercado de trabalho; estudarem a vulnerabilidade do consumidor com outros grupos de pessoas (idosos, pessoas de baixa renda, noivas etc); e por não possuírem o enfoque em PcD, mas apenas considerarem tal público-alvo.

Então, após a leitura do título e resumo – em alguns casos do trabalho completo –, foram selecionadas 30 publicações, de acordo com a Tabela 3:

Tabela 3 – Base de Dados Definitiva

<b>Base de Dados</b>	<b>Número de artigos</b>
<i>Journal of Macromarketing</i>	5
<i>Journal of Public Policy &amp; Marketing</i>	5
<i>Journal of Marketing Research</i>	2
<i>Journal of Retailing</i>	1
<i>The Journal of Consumer Affairs</i>	3
<i>International Journal of Hospitality Management</i>	3
<i>Tourism Management</i>	11
<b>Total</b>	<b>30</b>

Fonte: Elaborado pelos autores.

É evidenciada na Tabela 3 a distribuição dos artigos analisados em função de suas revistas científicas de origem e já se observa a existência de poucos estudos sobre a temática. Dessa maneira, a base de dados foi definida e os artigos analisados.

Em relação à análise de dados, o polo técnico, metodológico e epistemológico seguiu a classificação de Theophilo e Iudicibus (2005). Já para analisar o polo teórico utilizou-se a classificação de Bunge (1983), em que classificou as pesquisas como investigação em profundidade e investigação em superfície.

## 4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A pesquisa realizada buscou identificar os artigos relacionados ao tema Pessoas com Deficiência (PcD) enquanto consumidores publicados em periódicos internacionais. Primeiramente, os artigos foram organizados por ano. Na tabela 4, observa-se a evolução por ano de artigos internacionais nessa linha de pesquisa.

Tabela 4: Quantidade de artigos por ano e porcentagem

Ano	Qtde de publicações por ano	%
2004	1	3%
2005	6	20%
2006	1	3%
2007	1	3%
2008	1	3%
2009	2	7%
2010	3	10%
2011	5	17%
2012	7	23%
2013	1	3%
2014	2	7%
Total	30	100%

Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

O ano de 2012 concentrou a maior quantidade de artigos sobre o tema. A concentração de pesquisas sobre o tema foi maior de 2009 a 2014 com 20 dos 30 artigos analisados. A seguir serão apresentadas as discussões sobre os polos técnico, metodológico, teórico e epistemológico. Os resultados apresentados na tabela 4, indicam que as pesquisas sobre o tema evoluíram se comparado com o período de 2004 a 2008 que somavam 10 artigos. A pesquisa de 2004 foi uma análise interpretativa dos contratos de viagens para deficientes físicos.

### 4.1 Discussão sobre polo técnico

Na tabela 5 é possível observar a frequência dos trabalhos analisados quanto ao polo técnico com destaque para a classificação mais predominante das pesquisas, já que as mesmas podem sinalizar mais de uma dessas abordagens técnicas.

Tabela 5: Frequência dos itens do polo técnico

Estudo Teórico		Estudo Teórico- Empírico	
Tipo de estudo	Qtde	Tipo de estudo	Qtde
Revisão de bibliografia	0	Experimento	6
Didático	0	Quase-experimento	0
Proposta modelo teórico	2	Levantamento	13
Crítico-reflexivo	2	Estudo de caso	0
		Pesquisa-ação	4

		Proposta modelo empírico	3
		Documental	0
Total	4	Total	26

Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

Com base na tabela 5, estudos teóricos sobre esse tema ainda apresentaram a menor frequência quando comparado com estudos teórico-empíricos. Com relação aos estudos teóricos não foram identificados estudos predominantemente didáticos e nem referencial bibliográfico. A predominância foi de estudos de proposta de modelo teórico e crítico-reflexivo. Destaca-se que a pequena quantidade de trabalhos do tipo estudo teórico se deve, provavelmente, pelo fato de não ter teorias sobre o tema na administração.

Observa-se um volume maior de estudos com abordagem técnica classificada como teórico-empírico. Com relação aos estudos teórico-empíricos observam-se predominância em levantamento de dados através de aplicação de questionários para entender as necessidades desses consumidores considerados vulneráveis, devido suas deficiências. O experimento é o segundo mais utilizado, seguido por pesquisa-ação e proposta de modelo empírico. A proposta de modelo empírico apresenta modelos a serem testados. Nessa linha de pesquisa não foram encontrados trabalhos que utilizaram quase-experimento, estudo de caso e documental.

No geral, os trabalhos nessa linha de pesquisa trabalham com questionários visando entender a realidade desses consumidores. As pesquisas dessa linha não utilizam revisão bibliográfica, corroborando com a falta de suporte teórico para Pessoas com deficiência enquanto consumidores.

#### 4.2 Discussão sobre o polo metodológico

Para analisar o polo metodológico a pesquisa buscou classificar as pesquisas como empirista, positivista, sistêmica, dialética, fenomenológica descritiva e fenomenológica hermenêutica. Os resultados estão apresentados na tabela 6.

Tabela 6: Frequência e porcentagem referente à abordagem metodológica

<b>Abordagem metodológica</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Empirista	18	60%
Positivista	8	27%
Sistêmica	0	0%
Dialética	0	0%
Fenomenológica descritiva	4	13%
Fenomenológica hermenêutica	0	0%
Total	30	100%

Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

De acordo com a tabela 6, destaca-se que 60% dos trabalhos nessa linha de pesquisa são empiristas. Os trabalhos classificados como empíricos não são embasados por uma teoria, a ideia das pesquisas analisadas eram observações empíricas sobre Pessoas com Deficiência como consumidoras, os achados são tidos como verdades que podem ser testadas. Resultado que pode ser justificado por não existir uma teoria na administração voltada para esse tipo de consumidor.

Pesquisas positivistas representaram 27% dos trabalhos analisados. Os trabalhos classificados com positivista faziam inferências com relação ao comportamento do consumidor vulnerável ou consumidor com deficiência com base em teorias.

Pesquisas Fenomenológica descritiva representa 13% das pesquisas analisadas. Os autores definiram classificações, comparam situações e identificaram grupos de varejistas e Pessoas com deficiência enquanto consumidores com base em seu próprio conhecimento.

Não foram identificados no material analisado, artigos que se enquadrassem na abordagem sistêmica, dialética e fenomenológica hermenêutica.

#### 4.3 Discussão sobre o polo teórico

Para analisar o polo teórico foi utilizado a classificação investigação em superfície e investigação em profundidade. Bunge (1983) classifica com investigação em superfície, pesquisas que envolvem conhecimento rotineiro e aprimoramento das teorias tradicionais. Já a pesquisa classificada como investigação em profundidade é aquela que propõe ideias a partir de novas visões (BUNGE, 1983). Diante dessa classificação a tabela 4 apresenta os achados com relação a pesquisas envolvendo consumidores com deficiência.

Tabela 7: Frequência e porcentagem referente à abordagem teórica

<b>Abordagem teórica</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Investigação em superfície	12	40%
Investigação em profundidade	18	60%
Total	30	100%

Fonte: Elaborada pelos autores (2017).

De acordo com os achados, observa-se que as pesquisas em sua maioria são investigação em profundidade, ou seja, as pesquisas em sua maioria (60%) não utilizam teoria, as pesquisas apresentam uma nova visão, um novo achado utilizando uma nova forma de observar as pessoas deficientes como consumidores. As pesquisas observadas analisaram Pessoas com deficiência enquanto consumidores de roupas, de passagem aérea, relação com varejista, como turista dentre outras formas.

A investigação em superfície representa 40% dos trabalhos, esses trabalhos tinham teorias como suporte e limitava-se a comparar os achados com a teoria.

#### 4.4 Discussões sobre polo epistemológico

Para o polo epistemológico foi avaliado alguns itens como: estudos anteriores, problema de pesquisa, objetivo geral, reprodução de estudos anteriores e se a pergunta de pesquisa é passível de validação.

Sobre os achados tem-se que mais da metade dos estudos utilizam referência de estudos anteriores, o fato dos autores citarem pesquisas anteriores sobre o tema contribui para o avanço da ciência e permite a comparação de achados.

Apenas 13% reproduzem pesquisas anteriores. Ou seja, apesar de considerar os achados de trabalhos anteriores, as pesquisas analisadas são de caráter inovador, as pesquisas nesse tema geralmente apresentam objeto de pesquisa diferente.

As pesquisas internacionais sobre Pessoas com deficiências como consumidoras não apresentam questão de pesquisa, porém em 60% das pesquisas é possível identificar o objetivo geral da pesquisa que de acordo com Theophilo e Iudicibus (2005) é válido, pois esses elementos tem forte relação..

Porém 40% dos trabalhos apresentam objetivo geral que remete a respostas no estilo “como alguma coisa deve ser feita” dificultando a validação da questão de pesquisa. Mais de 50% dos artigos analisados apresentam problemática passível de validação. Ou seja, as perguntas que não estão relacionadas com juízo de valor e nem com perguntas que tem como resposta sim ou não, podendo assim ser testada.

Não foi observado nos artigos analisados problemática que pudessem ser resolvidas com respostas meramente positiva ou negativa.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho tem como objetivo geral verificar como as pesquisas sobre Pessoas com Deficiência como consumidores em periódicos internacionais estão utilizando os polos técnico, metodológico, teórico e epistemológico com base no modelo de Theophilo e Iudicibus (2005)

Os trabalhos sobre Pessoas com deficiências como consumidor são predominantemente teórico-empíricos, reforçando a questão de que pesquisas sobre o tema não são baseado em teorias. As pesquisas empíricas são maioria em detrimento das pesquisas positivistas. As pesquisas

analisadas em sua maioria são investigações em profundidade, sinalizando a não utilização de suporte teórico.

As pesquisas desse tema citam pesquisas anteriores sobre o assunto, mas não reproduzem essas pesquisas. As pesquisas sobre esse tema têm como características a construção de um novo objeto de estudo e maior diversidade de estratégias metodológicas e técnicas. Conclui-se que para pesquisas nesse tema, os polos metodológico e técnico são os mais abordados em detrimento do polo teórico.

## REFERÊNCIAS

BRANDÃO, I.; HOLANDA, A.; COELHO, A. Validade Interna na Pesquisa Científica em Contabilidade no Brasil. In: Conferência Internacional de Contabilidade – USP, 2017.

BRUYNE, P.; HERMAN, J.; SCHOUTHEETE, M. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os polos da prática metodológica**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1991.

COSTA, F.; MARTINS, G. A. Características epistemológicas de publicações científicas em Contabilidade: evidências de um cenário produtivista. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13 n. 29, p. 33-68, 2016.

GAMBOA, S. A. S. **Epistemologia da pesquisa em educação: estruturas lógicas e tendências metodológicas**. Campinas, 1987. 229p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Educação da Universidade de Campinas.

JAPIASSU, H. F. **Introdução ao pensamento epistemológico**. 6. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1991.

MARTINS, G. A. Epistemologia da pesquisa em administração. São Paulo, 1994. 110 p. Tese (Livre docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, G. A. Abordagens metodológicas em pesquisas na área de administração. **Revista de Administração**, v. 32, n. 3, p. 5-12, jul./set. 1997.

MARTINS, G. A.; THÉOPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

POPPER, K. R. **A lógica da pesquisa científica**. 5. ed. São Paulo: Cultrix, 1993.

RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J. E.; SOUZA, I. G.; PEDERNEIRAS, M. Uma Análise das Abordagens Epistemológicas e Metodológicas da Pesquisa Contábil do Programa do Mestrado Multiinstitucional em Ciências Contábeis. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 27-49, 2007.

SOUZA, D. **Epistemologia das Ciências Sociais**. Ed. Novos Horizontes: Portugal, 1978.

SOUZA, I. G. A. **Uma análise das abordagens epistemológicas e metodológicas da pesquisa contábil no Programa do Mestrado Multiinstitucional em Ciências Contábeis**. Dissertação

(Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multi-Institucional e Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade de UniversidadeFederal de Pernambuco,UniversidadeFederal doRio Grande doNorte ,Recife, 2005.

THEÓPHILO, C. R.; IUDÍCIUBS, S. Uma análise crítico-epistemológica da produção científica em contabilidade no Brasil. **UnB C**.

## CONTABILIDADE E CONFLITOS DE AGÊNCIA ENTRE INSIDERS E FINANCIADORES DE CAPITAL CORPORATIVO

Isac de Freitas Brandão<sup>3</sup>

Allan Pinheiro Holanda<sup>4</sup>

**Resumo:** o objetivo do presente ensaio é discutir a relação entre a Contabilidade e os problemas de agência entre os *insiders* corporativos e os investidores de capital das empresas, dado a função da Contabilidade de fornecer um conjunto de informações econômicas e financeiras úteis a todos os seus usuários, em especial aos investidores. A relação de agência ocorre quando o principal delega poderes ao agente, na expectativa de que o agente venha a agir de acordo com os seus interesses. Entretanto, há razões para acreditar que principal e agente tendam a buscar a maximização de suas utilidades individuais, o que pode levar o agente nem sempre a agir de acordo com os interesses do principal. Com isso, surgem os conflitos de agência. Alguns dos conflitos de agência ocorrem entre os financiadores da empresa e os seus gestores, como os conflitos existentes entre gestores e acionistas, acionistas controladores e acionistas minoritários, e acionistas/gestores e credores. Nesse contexto a Contabilidade, quando possuidora das suas características qualitativas fundamentais, relevância e fidedignidade, pode ser uma ferramenta capaz de ajudar a minimizar os conflitos de agência. Mas, quando a Contabilidade não possui tais características, ela tende a aumentar os conflitos.

**Palavras-chave:** Teoria da Agência. Conflitos de Agência. Contabilidade.

---

<sup>3</sup> Doutor em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>4</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará



## 1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência desenvolveu-se a partir das relações de agência, em que Jensen e Meckling (1976) enunciaram acontecer quando um (ou mais de um) indivíduo (o principal) contrata outro (ou outros) (o agente) para realizar, em seu nome, algum serviço ou trabalho que implique a delegação de algum poder de decisão e mediante uma compensação. A relação de agência ocorre, portanto, na delegação de poderes por parte do principal para o agente, na expectativa de que o agente venha a agir sempre de acordo com o melhor interesse do principal.

Entretanto, essa relação pode não ser harmoniosa, pois, de acordo com Jensen e Meckling (1976), os agentes das firmas também possuem interesses que procurarão maximizar, os quais podem ir de encontro aos interesses dos principais. Em outras palavras, a Teoria da Agência está alicerçada na existência de que existem decisões conflitantes, que irão maximizar a utilidade de uma parte em detrimento da maximização da utilidade da outra parte (NARDI, 2008). Nesse ambiente de interesses divergentes do agente e do principal é que surgem os problemas de agência e, por conseguinte, os conflitos de agência e os custos de agência.

No campo corporativo, uma espécie bastante estudada de conflito de agência ocorre entre os gestores e os financiadores de capital. Nesta relação, o gestor assume o papel de agente ao qual é delegado o poder de tomar decisões acerca do uso dos recursos da empresa, cujo principal são os financiadores de capital próprio e de terceiros. Enquanto o interesse do principal consiste na maximização da sua riqueza, o interesse do agente pode significar maior remuneração, poder, segurança ou reconhecimento profissional.

Considerada como um custo de agência do principal que reduz suas perdas residuais, a Contabilidade se caracteriza por ser um instrumento que gera informações a uma vasta gama de usuários: coleta os dados referentes às transações econômicas da firma, através de mensurações transforma esses dados econômicos em valores monetários e os registra através de um método próprio, e depois transforma esses registros em relatórios que são as demonstrações contábeis (MARION, 2012).

De acordo com Iudícibus, Martins e Carvalho (2005, p. 7), a Contabilidade é o método aplicado à gestão da empresa que tem a “capacidade de capturar, primeiro, a ocorrência dos eventos econômicos que impactam em um determinado estado de riqueza, depois a de precificá-lo e, por último, de comunicar seus efeitos”.

Iudícibus (2010) argumenta que o objetivo da Contabilidade pode ser apontado através de duas abordagens. Na primeira, o autor informa que a Contabilidade tem como o objetivo de fornecer um conjunto básico de informações úteis a todos os seus usuários, isso sem privilegiar nenhum deles.

A segunda abordagem trata que o objetivo da Contabilidade deveria ser apresentar informações diferentes a usuários diferentes, ou seja, cada usuário tem a sua necessidade informacional e a Contabilidade deveria suprir essa necessidade.

Para permitir tais ações, entretanto, a informação deve ser dotada de características que permitem uma maior qualidade, que são a relevância e a representação fidedigna (CPC 00 R1, 2011). Diante desses conceitos, o objetivo do presente ensaio é discutir a relação entre a Contabilidade e os problemas de agência entre os *insiders* corporativos e os investidores de capital das empresas.

Inicialmente discorrer-se-á sobre os principais conceitos relativos à Teoria da Agência e os conflitos de agência entre *insiders* e investidores. Em seguida será discutido o papel da informação contábil nestes conflitos e como agentes podem utilizar a discricionariedade das escolhas contábeis para manter a posição informacional privilegiada.

## **2 TEORIA DA AGÊNCIA**

### **2.1 As teorias da firma: empresa, contratos e agentes**

Apesar de sua importância para a Economia, a teoria econômica neoclássica trata a firma de forma rudimentar, definindo-a como um conjunto de planos de produção viáveis (HART, 1989), em que proprietário é o gestor, o único interessado na empresa, inexistindo conflitos de interesses (SANTOS; CALÍOPE; COELHO, 2015). Com o crescimento das sociedades anônimas e a consequente separação entre propriedade e gestão (BERLE; MEANS, 1932), a teoria neoclássica tornou-se incapaz de explicar, por si só, os objetivos e o funcionamento da firma. Neste contexto, a partir de Coase (1937) foi-se construindo uma teoria da firma com a incorporação de características reais das empresas, focando nas relações existentes entre os agentes produtivos. Alchian e Demsetz (1972) definem a firma como uma estrutura contratual composta por um conjunto de *inputs* produtivos. Entretanto, o trabalho de Jensen e Meckling (1976) alargou o conceito de Alchian e Demsetz (1972), considerando a firma como um nexos de contratos mais abrangente, envolvendo os diversos *stakeholders* da empresa.

Klein (1983) argumenta que não existem contratos completos, apontando duas razões essenciais: a inviabilidade de se prever contratualmente o grande número de possibilidades contingenciais decorrentes das incertezas do mercado; e a dificuldade de se mensurar com exatidão a *performance* contratual dos agentes envolvidos. Eisenhardt (1989) complementa que a partilha dos riscos é outro aspecto comportamental associado à Teoria da Agência. Segundo o autor, o indivíduo envolvido em um contrato pode agir conforme a sua preferência pelo risco, que acaba por ser

diferente entre as partes contratuais devido à incongruência de objetivos e à divisão das responsabilidades.

A separação entre propriedade e gestão, as visões da firma moderna como um nexo de contratos e os problemas de contratos incompletos, além disso, acrescenta-se os problemas vinculados aos agentes imperfeitos e chega-se a base do ambiente organizacional a qual se desenvolveu a Teoria da Agência, assim denominada por tratar das relações de delegação de poder entre duas partes contratuais: principal e agente. A **relação de agência**, neste sentido, ocorre quando uma ou mais pessoas, denominadas de principal, contrata outra pessoa ou pessoas, denominadas de agente, para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão do principal ao agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Hendriksen e Breda (1999) apontam como prerrogativas do principal na relação de agência: avaliar a informação; exercer a opção de escolha do sistema de informação; determinar a função utilidade essencial. Por outro lado, ao agente cabe: tomar decisões em nome do principal; garantir a execução (ação) em benefício das partes contratuais; respeitar e considerar a função utilidade do principal sempre que possível.

Em tese, o agente representa o principal e deveria agir em prol dos interesses deste, em troca de alguma recompensa (BRIZOLA, 2004). Entretanto, as premissas da Teoria da Agência pressupõem que o agente é racional, avesso ao risco e busca primordialmente seus próprios interesses, ou seja, maximizar sua utilidade pessoal (MARTINEZ, 1998).

Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade individual, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976), configurando o **problema de agência**.

Eisenhardt (1989) aponta que os problemas de agência surgem quando: há conflitos de interesses entre agente e principal e é difícil ou caro para o principal verificar todas as ações do agente; agente e principal agem de forma diferente com relação ao risco. Lambert (2001) complementa que problemas de agência podem ser explicados por quatro razões típicas: aversão ao esforço pelo agente; expropriação da riqueza do principal em prol de benefícios privados do agente; diferentes horizontes temporais entre agente e principal; e diferente aversão ao risco entre agente e principal.

A fim de proteger os interesses dos principais, faz-se necessários mecanismos que reduzam a possibilidade de os agentes agirem em desacordo com a maximização da utilidade do principal (SATO, 2007). Nessa tarefa, os principais incorrem em **custos de agência**. Tais custos são medidos pela soma de: custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; custos de monitoramento das ações do agente; dispêndios pagos aos agentes para o cumprimento dos

contratos, e; custos decorrentes das decisões dos agentes que não maximizam o bem estar dos principais, denominados custos residuais (JENSEN; MECKLING, 1976). Com a inclusão dos custos de agência, o objetivo da firma passa a ser o de maximizar a utilidade pessoal das partes contratuais, agente e principal (CAMARGOS; COUTINHO, 2008).

### **3 CONFLITOS DE AGÊNCIA**

As relações de agência ocorrem sempre em que há a delegação contratual de poder de um principal para um agente, seja este contrato formal ou informal (MARTINEZ, 1998). Embora o artigo seminal de Jensen e Meckling (1976) trate dos conflitos decorrentes da relação de agência entre gestores e financiadores do capital da empresa, os fundamentos da Teoria da Agência podem ser aplicados a diversos conflitos contratuais (MARTINEZ, 1998). Neste ensaio serão abordados apenas os conflitos de agência com os financiadores de capital da empresa: acionistas e gestores, acionistas controladores e acionistas minoritários e acionistas/gestores e credores.

#### **3.1 Conflitos entre acionistas e gestores**

A primeira discussão de Jensen e Meckling (1976) recai sobre os problemas de agência que ocorrem quando há uma separação entre a propriedade e a gestão da empresa. Neste contexto, o acionista assume o papel de principal que delega a administração de seu patrimônio (recursos da empresa) aos gestores, posição de agente da relação. Conforme a Teoria dos *Shareholders*, as decisões gerenciais deveriam ser previstas em contratos que regulassem as ações dos gestores, de acordo com os interesses dos acionistas, detentores dos direitos residuais (FAMA; JENSEN, 1983). Entretanto, a busca pela maximização da utilidade individual do gestor pode fazer com que suas decisões não estejam alinhadas aos interesses dos acionistas, expropriando a riqueza destes (SLEIFER; VISHNY, 1997).

Jensen e Meckling (1976) explicam que quando o gestor detém 100% do capital da empresa, os benefícios decorrentes de decisões tomadas para proveito próprio correspondem às perdas de riqueza da empresa, anulando os efeitos positivos da decisão do gestor. À medida em que o gestor possui uma parcela menor do capital da empresa, os custos associados à tomada de decisões realizada em proveito próprio pelo gestor são divididos entre os demais sócios, sendo estas decisões mais vantajosas para o gestor. Em uma situação extrema, em que os gestores não possuem nenhuma parcela do capital da empresa, os custos decorrentes de suas decisões são arcados totalmente pelos acionistas.

Dentre os mecanismos que podem ser utilizados pelos acionistas para reduzir os conflitos de agência com os gestores, destacam-se os custos de monitoramento das ações dos acionistas, sobretudo por meio do conselho de administração (JENSEN, 1993), e a concessão de incentivos gerenciais pecuniários baseados no desempenho corporativo (SLEIFER; VISHNY, 1997).

### **3.2 Conflitos entre acionistas minoritários e acionistas controladores**

A relação de agência entre acionistas e gestores discutida por Jensen e Meckling (1976) foi testada empiricamente e parece válida para empresas com capital pulverizado, em que há separação total entre gestão e propriedade. A partir de estudos realizados na última década do século passado, entretanto, verificou-se que a pulverização do capital é predominante apenas onde há uma forte proteção legal aos investidores. Nos países que não apresentam forte sistema legal de proteção aos direitos dos acionistas, as empresas são caracterizadas pela existência de blocos controladores, que exercem o controle por meio de estruturas piramidais de propriedade, propriedade cruzada e emissão de ações sem direito a voto (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

A presença de acionistas controladores pode atenuar ou agravar os problemas de agência (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). Por um lado, os acionistas podem buscar maior participação no capital das companhias para obter maior monitoramento da gestão por meio da concentração de direitos de voto; por outro lado, estes acionistas podem usar o seu poder sobre a gestão para usufruir de benefícios que não são partilhados com os acionistas minoritários, ocasionando expropriação da riqueza dos acionistas minoritários (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012; YOUNG et al., 2008).

Nestas empresas, o principal problema de agência decorre de conflitos de interesses entre acionistas controladores e acionistas minoritários (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), gerando uma nova perspectiva sobre a Teoria da Agência, que incide sobre os conflitos entre diferentes conjuntos de acionistas da empresa - conflitos do tipo principal-principal (YOUNG *et al.*, 2008).

Neste tipo de conflito, o principal é acionista minoritário que investe em ações de uma empresa cujo acionista controlador é sobreposto a gestão e assume a posição de agente responsável pela administração do capital investido na empresa. Caso o acionista controlador possua interesses não financeiros no empreendimento, este pode conduzir a gestão a tomar decisões ótimas sob o ponto de vista destes interesses, em detrimento dos acionistas minoritários.

O ambiente informacional é semelhante ao encontrado nos conflitos de agência entre acionistas e gestores. Partindo do pressuposto de sobreposição entre acionista controlador e gestão, o acionista minoritário possui acesso apenas às informações divulgadas publicamente, enquanto o acionista controlador pode ter acesso a informações privadas.

A presença de conselheiros independentes e indicados por acionistas minoritários e a participação ativa destes acionistas na assembleia geral são exemplos de mecanismos específicos que podem ser utilizados por acionistas minoritários para reduzir a probabilidade de expropriação de sua riqueza por parte de acionistas controladores (YOUNG et al., 2008).

### **3.3 Conflitos entre credores e acionistas/gestores**

Em outro cenário, Jensen e Meckling (1976) analisam a relação de agência entre acionistas/gestores e credores. Agora o gestor e/ou o acionista busca financiamento externo por meio de dívida. O credor passa a ser o principal que confia ao acionista/gestor, agente, a administração de seu patrimônio, em troca da remuneração do credor estipulada no contrato de dívida, geralmente a amortização do capital investido e juros.

Segundo Armstrong, Guay e Weber (2010), os problemas de agência estão relacionados à preocupação dos credores com ações de acionistas/gestores que aumentam o risco ou a probabilidade de os credores não verem seus investimentos retornados. Após a emissão de dívida, as empresas muitas vezes têm incentivos para mudar seu *mix* de ativos para investimentos mais arriscados, resultando em uma transferência de riqueza de credores para acionistas (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

As características do contrato e os conflitos de agência entre agente e principal em contratos de dívida depende do tipo de dívida.. Para dívida decorrente de emissão de títulos de negociação pública, como debêntures, o retorno está associado ao valor de transferência e de resgate do título, e o principal dispõe apenas das informações disponíveis publicamente no mercado. Para dívida decorrente de contratos privados, como financiamentos e *leasing*, o retorno está baseado na amortização do capital e no pagamento de juros, e o principal pode exigir *a priori* informações adicionais sobre a situação econômico-financeira da empresa, além de estipular *covenants* contratuais e/ou garantias reais (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010; MARTINEZ, 1998).

## **4 CONTABILIDADE E OS CONFLITOS DE AGÊNCIA**

A Contabilidade pode ser entendida como um grande sistema informacional que visa, *a priori*, registrar as transações econômicas e financeiras que ocorrem dentro de uma firma e as reportar através de relatórios, que são as demonstrações contábeis, para os usuários que estão fora da empresa. Esse ramo da Contabilidade é conhecido como Contabilidade financeira ou Contabilidade para usuários externos (FREZATTI; AGUIAR; GUERREIRO, 2007).

Ao fazer esse reporte de informações sobre as transações econômicas da empresa decorrentes de ações dos agentes, a Contabilidade se torna um importante mecanismo que ajuda os principais a monitorar os agentes e, portanto, reduzir a probabilidade de conflitos de agência. Dessa forma a Contabilidade poderia ser encarada com um custo de agência e enquadrada na divisão de custos de agência propostas por Jensen e Meckling (1976) como uma das despesas de monitoramento por parte do principal que visa reduzir a assimetria informacional entre gestores e *outsiders* (LOPES; MARTINS, 2005).

Essa redução ocorre pelo motivo de a informação contábil reportada nas demonstrações contábil-financeiras, segundo o CPC 00 R1 (2011), permitirem aos usuários externos, principalmente, o acompanhamento da posição econômica e financeira (acompanhar a atuação da gestão, mensurar o fluxo de dividendos e avaliar a viabilidade dos investimentos) e a mensuração do desempenho financeiro da firma (avaliar os índices financeiros).

Isso só é possível por conta da informação contábil ser disponibilizada aos seus usuários a partir de duas características qualitativas fundamentais, que são a relevância (atributo que confere à informação contábil auxiliar o processo de tomada de decisão do seu usuário) e a representação fidedigna (atributo da informação contábil que lhe confere representar fielmente o fato econômico que se propõe evidenciar, para isso ela deve ser completa, neutra e livre de erro). Além destas duas características, deve-se levar em consideração o custo-benefício da informação (é a informação contábil que quando levantada possui um benefício superior ao custo de se levantar) (CPC 00 R1, 2011).

Ao permitir que usuários externos possam acompanhar a posição econômica e financeira da firma, bem como de outras informações relevantes como acompanhar a atuação da gestão, mensurar o fluxo de dividendos e avaliar a viabilidade dos investimentos, a Contabilidade permite que os principais possam acompanhar os atos dos agentes e assim criar mecanismos que conduzam os agentes a tomarem decisões que maximizem utilidade dos principais.

Por outro lado, ao estarem em um ambiente de maior monitoramento, partindo do pressuposto de que a informação contábil possui as características fundamentais elencadas pela sua Estrutura Conceitual Básica, os agentes podem não estar dispostos a tentarem maximizar a sua utilidade em detrimento da utilidade dos principais, pois como agentes racionais eles são avessos ao risco de perder o emprego, manchar sua reputação, entre outros.

A busca pela maximização da utilidade dos principais, quando acionistas, possibilitou a troca de uma remuneração dos agentes totalmente fixa por uma remuneração mista, sendo uma parte fixa e outra parte variável. A parte variável segundo Galdi e Carvalho (2006) implica em uma meta para o agente de maximizar a utilidade do principal e, por conseguinte aumentar a sua remuneração. Nesse

contexto, a Contabilidade é o meio de se mensurar se o agente está cumprindo a sua meta. Embora muitas vezes a compensação dos gestores esteja atrelada aos preços das ações, este preço pode ser influenciado pelos resultados contábeis (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010).

Além da utilização do lucro contábil para a fixação da compensação dos agentes, acionistas podem avaliar a gestão de seu capital por meio dos relatórios contábeis. Uma má administração dos recursos refletida em indicadores de desempenho extraídos das demonstrações contábeis pode acarretar *turnover* de gestores. Por outro lado, bons números contábeis sinalizam a eficácia da gestão, o que pode melhorar a reputação dos gestores e trazer reflexos positivos em sua remuneração.

Quando o agente da relação de agência for o acionista majoritário, há a possibilidade de conflitos com os acionistas minoritários (principais), que seriam meros fornecedores de capitais, pois existe a possibilidade do primeiro extrair benefícios privados por comandar a firma, tais benefícios poderiam ser generosas gratificações (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010). Nesse sentido, a Contabilidade seria uma ferramenta para que os principais possam controlar tais benefícios auto oferecidos pelos agentes.

Embora não exista necessariamente um contrato formal entre acionistas controladores e acionistas minoritários quanto ao desempenho da empresa, existe um acordo informal nesta relação de agência. Caso acionistas minoritários percebam por meio dos relatórios contábeis que sua riqueza está sendo expropriada por acionistas controladores, acionistas minoritários podem “punir” gestores/controladores com a venda de suas ações, além de o fraco desempenho contábil e a constatação de custos de agência relacionados a benefícios privados de controladores poder levar à redução do valor de mercado e ao aumento do custo de capital da empresa.

Nas relações de agência entre credores e *insiders*, ao mensurar o desempenho financeiro da firma, a Contabilidade permite que os credores configurem os contratos das dívidas com base na análise do risco do crédito, *a priori*, pois, de acordo com Armstrong, Guay e Weber (2010), os credores baseariam a definição das taxas de juros, *covenants*, maturidade e garantias dos contratos na informação contábil disponibilizada pela gestão da empresa.

*A posteriori*, os agentes da relação credor-gestor concordam com os *covenants* existentes nos contratos de dívida e se comprometem com a manutenção de determinados níveis de *performance* financeira, ou seja, em um nível desempenho expresso pela Contabilidade. Tal nível de desempenho possibilita aos credores privados uma maior proteção quanto a atitudes oportunísticas dos gerentes.

Contudo, a norma contábil possibilita, de acordo com Formigoni, Paulo e Pereira (2007, p. 2), “a discricionariedade no julgamento do administrador, quando da escolha entre os critérios alternativos a serem adotados pela Contabilidade”. Essa discricionariedade, a qual permite que os



agentes escolham um método dentre vários permitidos pelos normativos, pode contribuir para que os agentes atuem de forma oportuna (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009).

A discricionariedade na mensuração das informações contábeis acaba por permitir a prática do gerenciamento de resultados (HEALY; WAHLEN, 1999; LOPES; MARTINS, 2005). Entende-se por gerenciamento de resultados como sendo “uma intervenção proposital no processo de elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, com a intenção de obter algum benefício particular (em oposição ao, digamos apenas, processo neutro de reportar os resultados)” (SCHIPPER, 1989, p. 92).

Subtende-se, portanto, que os agentes tenderiam a utilizar a discricionariedade contábil com o objetivo de manipular, dentro das normas, o resultado da firma com o objetivo de maximizar sua utilidade em detrimento da utilidade dos principais, sejam eles acionistas, acionistas minoritários ou credores.

Outros custos de agência podem ser despendidos pelo principal para assegurar a fidedignidade da informação contábil, ao menos evitando a utilização por parte do agente de meios fraudulentos para manipular os dados contábeis. Dentre estes, destaca-se o papel de dois órgãos externos de fiscalização da Contabilidade: auditoria independente, obrigatória para sociedades anônimas, e conselho fiscal, de constituição obrigatória no Brasil, mas de funcionamento facultativo.

Auditoria contábil é o ramo da Contabilidade com a função de atestar a exatidão dos procedimentos contábeis de uma empresa (MARION, 2012), ou seja, a auditoria tem o objetivo de verificar se a Contabilidade de uma empresa atende aos requisitos legais e se ele representa fidedignamente os fatos que ocorreram. Nesse sentido, a auditoria supriria a falta de *expertise* em Contabilidade dos principais ou a impossibilidade de tais principais em fiscalizar a atuação dos agentes (ALMEIDA; ALMEIDA, 2009). A reputação e o grau de independência da empresa de auditoria em relação à gestão da empresa são consideradas práticas de boa governança (CLAESSENS, YURTOGLU, 2013; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC, 2009).

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, de 1976, o conselho fiscal é um órgão de fiscalização ligada diretamente à assembleia geral cuja instalação pode ser requerida por acionistas com participação relevante (10% das ações ordinárias ou 5% do total das ações), e deve formado por três a cinco membros (titulares e suplentes), com representação de membros indicados por acionistas minoritários. Dentre suas funções estão: fiscalizar atos da administração e oferecer opinião quanto aos demonstrativos financeiros examinados por auditor externo (TINOCO; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011).

O conselho fiscal desempenha um importante papel na garantia da fidedignidade da informação contábil, principalmente, para defender os interesses dos acionistas contra manipulações

contábeis decorrentes das escolhas contábeis da gestão. Por poder ser instalado por acionistas minoritários e ter obrigatoriamente a indicação de pelo menos um membro por estes, o conselho fiscal pode ser um mecanismo de monitoramento em conflitos de agência entre acionistas minoritários e acionistas controladores. Para manter sua independência e garantir sua *expertise*, o conselho fiscal deve ter remuneração não atrelada a resultados e seus membros devem ser independentes da gestão, com a presença de especialistas em Finanças ou Contabilidade (IBGC, 2009).

Healy e Pepelu (2001) ainda exploram as motivações que podem levar os *insiders* a aumentarem o nível de divulgação da empresa, como forma de redução dos conflitos de agência com os principais. Os autores destacam que gestores podem aumentar o nível de *disclosure* da empresa para sinalizar aos principais *outsiders* a sua capacidade de previsão de resultados futuros, além de evitar problemas com sua condição de ter informações privilegiadas, evitando litígios decorrentes de informações inadequadas ou intempestivas (HEALY; PEPELU, 2001).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este ensaio buscou analisar o papel da informação contábil nos conflitos de agência entre *insiders* e os fornecedores de capital da empresa. Apresentou-se a natureza destes conflitos e como a contabilidade pode contribuir para alinhar interesses entre agente e principal, além de servir de base para contratos de compensação e avaliação dos agentes, como remuneração variável e *covenants* de dívidas.

A discricionariedade de gestores na determinação da política contábil e nas escolhas contábeis da empresa pode levar à manipulação da informação contábil, ocasionando a perda de sua relevância e fidedignidade. Órgãos de fiscalização da fidedignidade da informação contábil, como a auditoria independente e o conselho fiscal, podem reduzir o risco de manipulação fraudulenta dessa informação por parte dos agentes.

Outro ponto a ser analisado é o custo-benefício da informação contábil para os principais. Tida como um custo de monitoramento e de escrituração de contratos, a acurácia da mensuração e reconhecimento dos fatos econômicos e o nível de divulgação contábil-financeira dependem, no contexto da Teoria da Agência, da relação entre a redução potencial de custos residuais do principal oriundos da informação adicional, e o custo de se produzir tal informação. Neste sentido, a utilização de instrumentos que garantissem maior fidedignidade e relevância da informação contábil só seria aconselhável se a redução do risco de expropriação fosse superior ao custo de implantação e manutenção destes instrumentos.

Deste modo, a informação contábil, quando possuidora de relevância, representação fidedigna e boa relação custo-benefício, pode ser uma ferramenta capaz de ajudar a minimizar os conflitos de agência entre *insiders* e os fornecedores de capital da empresa. Entretanto, quando a Contabilidade não possui tais características, ela tende a aumentar os conflitos existentes entre os principais e agentes e o risco de perdas residuais por parte dos principais.

## REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALMEIDA, J. E. F.; ALMEIDA, J. C. G. Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 62-74, 2009.
- ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 179-234, 2010.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Mac-Millan, 1932.
- BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976** (Lei das Sociedades por Ações). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 07 Jun. 2015.
- BRISOLA, J. Teoria do Agenciamento na Contabilidade A Contabilidade e o Processo de Comunicação. **ConTexto**, v. 4, n. 7, 2004.
- CLAESSENS, S; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, 2013.
- CAMARGOS, M. A.; COUTINHO, E. S. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces. **RAC-Eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 273-295, 2008.
- COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 00 R1, de 2 de dezembro de 2011. **Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro**. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 20 mai. 2015.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of law and economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B.; GUERREIRO, A. Diferenciações entre a Contabilidade financeira e a Contabilidade gerencial: uma pesquisa empírica a partir de pesquisadores de vários países. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 9-22, 2007.

GALDI, F. A.; CARVALHO, L. N. Remuneração em opções de ações: o SFAS 123 revisado. **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição Comemorativa, p. 23-35, 2006.

HEALY, P. M.; WHAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4 ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDICIBUS, S.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. Contabilidade: aspectos relevantes da epopeia de sua evolução. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 38, p. 7-19, 2005.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1983.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 3-87, 2001.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. São Paulo: Atlas, 2012.

NARDI, P. C. C. **Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. 126 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate Governance, Principal-principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 125-143, 2012.

ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre Teoria da Agência e assimetria da informação. **REGE Revista de Gestão**, v. 19, n. 2, p. 327-240, 2012.

SATO, F. R. L. A Teoria da Agência no setor da saúde: o caso do relacionamento da Agência Nacional de Saúde Suplementar com as operadoras de planos de assistência supletiva no Brasil. **Revista de Administração Pública**, v. 41, n. 1, p. 49-62, Jan./Abril 2007.

SHCIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SILVA, A. A.; BRITO, E. P. Z. Incerteza, racionalidade limitada e comportamento oportunista: um estudo na indústria brasileira. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 1, p. 176-201, 2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The journal of finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

TINOCO, J. E. P.; ESCUDER, S. A. L.; YOSHITAKE, M. O Conselho Fiscal e a Governança Corporativa: Transparência e Gestão de Conflitos DOI: 10.5007/2175-8069.2011v8n16p175. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 175-202, 2011.

YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

## VALIDAÇÃO EPISTEMOLÓGICA DE PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

Anna Beatriz Grangeiro Ribeiro Maia<sup>5</sup>

Vanessa Ingrid da Costa Cardoso<sup>6</sup>

**Resumo:** O presente artigo verifica a congruência dos polos do esquema paradigmático de análise epistemológica de Theóphilo e Iudícibus (2005), com algumas adaptações a partir de Theóphilo (2004) e Brandão, Holanda e Coelho (2017), incorporando um elemento próprio para analisar criticamente os quatro polos, manifestos e latentes, observados nas dissertações *strictu sensu* do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC). Foram analisados os conteúdos desenvolvidos nesses estudos, quanto aos quatro polos (epistemológico, teórico, morfológico e técnico), refletindo quanto à validação epistemológica das pesquisas. Adotando a análise de conteúdo de Bardin (1997), foram examinadas 90 dissertações que correspondem a toda produção científica *stricto sensu* do Programa, desde seu início em 2009 até 31 de outubro de 2017. Os resultados dessa pesquisa revelam que houve validade interna e de constructo na maioria dos trabalhos, apesar de a validade externa não ter sido percebida em maior número de estudos. Por fim, conclui-se que em maior parte dos trabalhos há congruência entre os polos técnico, metodológico e teórico, e ainda foi constatada congruência considerando os quatro polos em cerca de 22% das dissertações.

**Palavras-chave:** Validação epistemológica. Programas de Pós-Graduação. Administração e Controladoria. Brasil.

---

<sup>5</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>6</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

## 1 INTRODUÇÃO

O caminho do conhecimento científico ao longo do tempo se dá baseado em instituições, derivadas do ambiente socioeconômico de países e de comunidades mais específicas; no caso brasileiro, a força institucional dos programas de pós-graduação tem servido como base e alavanca na tentativa de buscar respostas para questionamentos humanos, sociais, tecnológicos, econômicos, por meio da observação, da experimentação e de demais procedimentos derivados de metodologia científica.

Conforme ressaltado em Martins (1997), se o processo de investigação científica nas Ciências Naturais com suas tecnologias e abordagens metodológicas parece já estabelecido, nas Ciências Sociais, essa cientificidade ainda está em estágio anterior à sua maturidade, decorrendo daí vasto espectro de abordagens epistemológicas, mormente em sociedades em desenvolvimento, como é o caso da realidade da atividade científica no Brasil.

A Sociologia, ciência nova, e a disciplina Administração, conforme denomina-as Bunge (1980), além de Contabilidade, conforme explanam Brandão, Holanda e Coelho (2017), não se mostram ainda com utilização de técnicas e métodos de investigação exclusivos, ou antes, ainda se utilizam de técnicas e métodos advindos das ciências naturais.

Destaca-se, então, que, advêm dos programas brasileiros de pós-graduação as mais efetivas contribuições ao desenvolvimento e à utilização da investigação científica, dando suporte às possibilidades de crescimento epistemológico no que tange ao fazer científico no campo das ciências sociais; por isso, aborda-se neste estudo o caminho epistemológico exercitado por programa de pós-graduação que abrange as duas áreas de conhecimento associadas a negócios, as disciplinas de Administração e Contabilidade/Controladoria.

Estudos no Brasil já se debruçaram sobre a análise epistemológica de pesquisas neste ramo científico, verificando a conjugação de atributos epistemológicos – de forma individual ou conjugando até dois polos do processo epistemológico – como Martins (1997) e Rocha, Araújo e Marques (2012), na área de Administração; Wink *et al.* (2013), em Controladoria e Contabilidade; e Théophilo e Iudícibus (2005), Coelho, Soutes e Martins (2007), Ribeiro Filho *et al.* (2007), Ikuno (2015) e Brandão, Holanda e Coelho (2017), na área de Contabilidade.

Particularmente, quanto à análise epistemológica da produção científica de programas *stricto sensu* no Brasil, Théophilo e Iudícibus (2005) consideram que esse tipo de estudo é mais extenso e mais aprofundado acerca da produção objeto de análise. Tal análise se revela como vigilância crítica e necessária ao desenvolvimento científico, na visão de Japiassu (1992).

Nesse contexto, há estudos epistemológicos, como os de Rocha, Araújo e Marques (2012), Ribeiro Filho *et al.* (2007) e Wink *et al.* (2013), que utilizaram como unidade de análise programas de pós-graduação *stricto sensu* no Brasil, o que cria lacuna para a continuidade de tal linha de investigação, principalmente considerando programa que conjuga as duas áreas.

Ademais, Sagan (1996), ao declarar que o processo da ciência de certo modo é confuso e desordenado, em função de toda a gama de emoção, personalidade e caráter humanos empregados, ressalta, de outro lado, faceta realmente extraordinária: o grau de crítica considerado aceitável ou até desejável por meio do mecanismo embutido de aceitação e correção de erros. A falibilidade da ciência é ao mesmo tempo seu “calcanhar de Aquiles” e seu “motor de desenvolvimento”.

Para Morin (1996), a objetividade dos enunciados científicos reside no fato de poderem ser intersubjetivamente submetidos a testes. Isto é, a objetividade é o resultado de um processo crítico desenvolvido por uma comunidade/sociedade científica num jogo em que ela assume plenamente as regras. Nesta linha, Sagan (1996) ressalta a autoridade que a crítica válida presta ao cientista.

Japiassu (1992) ainda revela que a atividade epistemológica crítica não trata de negar a especificidade da ciência, mas de mostrar que a ciência não constitui um mundo à parte, uma espécie de reino isolado onde os cientistas viveriam para o saber desinteressado. A epistemologia, portanto, toma por objeto a ciência como processo, buscando conhecer esse devir e analisar sua gênese, formação e estruturação progressiva (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

Há de se considerar que o dispositivo experimental é a seleção de certo número de dados, ou seja, um transplante do meio natural que permite agir nas variações desejadas (MORIN, 1996). Dito de outro modo, fazem-se recortes na realidade e é por isso que se diz não que não existe um fato puro, um fato sem teoria. Assim, a verificação da validade epistemológica da pesquisa é salutar a mitigar possíveis erros na construção do objeto científico.

A partir do referencial exposto, delimita-se como objeto da pesquisa efetuar crítica epistemológica e validação da construção epistemológica na produção científica derivada das dissertações baseadas em pesquisas elaboradas no âmbito do Programa de Pós-Graduação em Administração e Contabilidade (PPAC/UFC), desde sua institucionalização.

No processo de produção de conhecimento, as diversas perspectivas metodológicas estão envoltas em procedimentos que determinam a validação do respectivo conhecimento proposto e colaboram com o desenvolvimento de reflexão ordenada e sistêmica (FRANCISCO *et al.*, 2015). A validação quanto ao polo epistemológico, que consiste na lógica da prova, é investigada seguindo o modelo de Theóphilo (2004), por meio das categorias ‘validade interna’, ‘hipóteses concorrentes’, ‘validade externa’ e ‘validade de constructo’.



Sob tal enfoque, os estudos aplicados à avaliação crítica de programa específico apresentaram modelos de:

- Ivone (2005) e Demo (1981), citados em Rocha, Araújo e Marques (2012), cuja análise abrangeu as dissertações de programa de pós-graduação no nordeste brasileiro no período de 2005 a 2007, focando na problemática das pesquisas;
- Theóphilo (2004) e Triviños (1987), na pesquisa de Ribeiro Filho *et al.* (2007), que teve como dimensão o Programa do Mestrado Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, ao analisar as dissertações de 2001 a 2004;
- Fülbier e Sellhorn (2006), replicado por Mendonça Neto, Riccio e Sakata (2009), Cardoso, Oyadomari e Mendonça Neto (2007), e concepções de Bunge (1983), no estudo de Wink *et al.* (2013), cuja análise envolveu dissertações e teses no programa de pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA/USP, de 2004 a 2009, focando nos polos teórico e técnico do modelo em destaque.

Observa-se, portanto, que se aventam estudos que avaliaram todas as categorias de validação epistemológica em conjunto ou isoladamente. Nesta pesquisa, complementa-se tal linha de estudos, baseando-se em modelo de Theóphilo e Iudícibus (2005), introduzindo-se nova categoria de análise crítica, a qual visa identificar a congruência interativa entre os quatro polos definidos pelo modelo adotado: epistemológico, teórico, metodológico e técnico, tendo como unidade de análise o Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC/UFC).

As turmas do mestrado acadêmico do PPAC tiveram início em 2009, e as turmas de doutorado apenas em 2015, estando o referido Programa ainda em processo de maturação e consolidação. As primeiras dissertações aprovadas pelo programa datam, portanto, de 2011, totalizando 90 documentos de pesquisa finalizados até o fecho desta pesquisa, 2017.

A diversidade de temáticas, problemáticas, propostas teóricas, programas de desenvolvimento científico, abordagens metodológicas, estratégias de pesquisa e técnicas aplicadas, bem como a maturação do PPAC, justificam investigações epistemológicas como esta, buscando conhecer esse devir e analisar sua gênese, formação e estruturação progressiva.

Destarte, a reflexão crítica e a vigilância epistemológica se fazem necessárias não apenas para acompanhar o desenvolvimento da produção científica em questão, mas para que os pesquisadores ponderem a própria prática científica, distinguindo o “fazer ciência” de pensar sobre “como se faz a ciência”. Portanto, tal estudo se justifica na via de como se fazer, discutindo a validação epistemológica de pesquisas desenvolvidas, servindo de reflexão crítica aos pesquisadores, discentes, docentes, à própria organização e à comunidade científica.

Esta proposta surge ante a necessidade de avaliar a expansão da área com a criação, maturação e consolidação do PPAC. Ademais, serve como suporte para a construção da progressiva estruturação da produção científica do PPAC, bem como levanta questões e suscita atenção de seus pesquisadores quanto à natureza e fundamentos do conhecimento gerado para seu campo de estudo.

## 2 MODELO DE ANÁLISE EPISTEMOLÓGICA

Não é de hoje que os cientistas buscam estabelecer requisitos que possam estabelecer a validação de pesquisas. A primeira tentativa se deu desde o surgimento da definição epistemológica de ciência, no século XVII, na forma do Discurso do Método (Descartes, 2001). Com o mesmo propósito, Bruyne, Herman e Schoutheete (1977) propuseram quatro polos epistemológicos no campo da prática científica – condicionados um pela presença do outro –, definindo um campo metodológico que podem assegurar a cientificidade das práticas de pesquisa em ciências sociais, ao que ficou conhecido como modelo quadripolar de análise epistemológica.

Theóphilo e Iudícibus (2005) propuseram seu Esquema Paradigmático – desenvolvido a partir da adaptação de modelo apresentado por Bruyne, Herman e Schoutheete (1977), incorporando dimensões contidas em Gamboa (1987) e Martins (1994), além de elementos próprios obtidos a partir de estudos realizados sobre o assunto – para analisar criticamente dimensões epistemológica, teórica, metodológica e técnica, manifestas e latentes, observadas na produção científica. Os autores aplicaram tal esquema na crítica de artigos publicados em revistas especializadas, trabalhos de anais de encontros científicos, e teses e dissertações defendidas nos programas de pós-graduação *stricto sensu* (03 de São Paulo, 02 do Rio de Janeiro, 01 da Bahia, 01 do Rio Grande do Sul e 01 de Brasília).

Ikuno (2015) utilizou o esquema paradigmático de Theóphilo e Iudícibus (2005) em consonância ao modelo de pesquisa empregado por Fülbier e Sellhorn (2008), em sua pesquisa epistemológica da produção científica em contabilidade internacional publicada nos periódicos internacionais de língua inglesa. Contudo, Ikuno (2015) apresenta como grande limitação do seu estudo, além daquela intrínseca aos estudos do tipo “pesquisas de pesquisas” – a subjetividade da classificação e da caracterização das pesquisas –, a unidade de análise, que foram artigos publicados em periódicos na temática contabilidade internacional.

Adotou-se como modelo de análise epistemológica o esquema paradigmático de Theóphilo e Iudícibus (2005), com adaptações propostas em Theóphilo (2004) e Brandão, Holanda & Coelho (2017), incorporando elemento próprio acima comentado para analisar criticamente os quatro polos, manifestos e latentes, o qual se delineia em seguida.

## 2.1 Polo Teórico

Diz respeito aos quadros de referência que inspiram, enquadram e orientam o percurso de investigação, permitindo a formulação de regras de interpretação dos fatos e a definição de soluções provisórias para os problemas (BRUYNE; HERMAN; SCHOUTHEETE, 1977). Orienta a definição das hipóteses e a construção dos conceitos e das teorias. É onde são elaboradas as linguagens científicas, determinando o movimento de conceituação. Compreende aspectos como abordagens e posturas teóricas, e programas de desenvolvimento científico (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

A teorização deve estar presente desde o início da pesquisa, funcionando como polo interno do campo metodológico da investigação, ligando o plano da descoberta (aquele onde se situa o ponto de partida e se constrói as hipóteses e teorias) e o plano da prova (onde se opera a confirmação ou refutação das hipóteses e teorias) (TERRA, 2014).

Assim se averigua com base no esquema paradigmático especificado, se há menção, manifesta ou latente, do Programa de Desenvolvimento Científico, destacando se o mesmo é tratado em “superfície” ou “em profundidade” ou se não há vestígios sobre o assunto; adicionalmente, se busca classificar a Postura Teórica da pesquisa em termos da abordagem adotada, como Positiva ou Normativa, ou se não há condições de classificá-la nestas classes, ainda nos termos de Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005).

## 2.2 Polo Metodológico

É a instância que inclui as estratégias ou as maneiras por meio das quais se busca a explicação para os fenômenos estudados. Este polo compreende o ‘método’ (indutivo, dedutivo etc.) e os ‘métodos’ (histórico, comparativo etc.). Na visão epistemológica, como assumida por Theóphilo e Iudícibus (2005), são consideradas dimensões amplas – as abordagens metodológicas ou como abordar a realidade.

Trata-se de momento fundamental, quando se delinea quadro operatório, prático, da representação, da elaboração e da estruturação dos objetos científicos. Nesta estruturação do objeto científico, intervêm três características fundamentais: a exposição (apresentação de fenômenos ou teses, conceitos ou propostas, fatos ou leis), a causação (escolha de causalidade – simples ou múltipla, unívoca ou múltipla) e a objetivação (cópia do real ou simulação do real) (TERRA, 2014).

Opta-se por fazer a crítica deste atributo por meio da análise da Abordagem Metodológica, classificando as dissertações pela utilização, conforme Coelho, Soutes e Martins (2007), de abordagem Empirista, Positivista, Estruturalista, Sistemica, Fenomenológica

(descritiva/hermenêutica) ou Dialética; novamente se destaca que a abordagem pode não ser identificável ou que não haja menção à mesma no corpo do trabalho.

## 2.3 Polo Técnico

Ocupa-se dos procedimentos de coleta de dados e da transformação destes em informação relevante para a problemática da investigação (BRUYNE; HERMAN; SCHOUTHEETE, 1977; THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005; TERRA, 2014).

O polo técnico corresponde às formas de contato com o objeto de estudo. Para Terra (2014), corresponde ao contato do investigador com o mundo real através de operações técnicas de coleta de dados, das quais se realizam operações de seleção dos dados. Para desempenhar o papel que lhe cabe, a recolha de dados tem de guiar-se por critérios de fidelidade, validade, qualidade e eficiência, podendo aplicar-se três técnicas diferentes: inquéritos por entrevista (inquérito oral) ou por questionário (inquérito escrito); observação direta (sistemática) ou participante; e análise documental. Em termos de modos de investigação, opta-se por estudo de caso, por análise comparativa, por experimentação em laboratório ou no campo e por simulação.

Ao polo técnico estão diretamente ligadas escolhas práticas feitas pelos pesquisadores para permitir seu encontro com os fatos empíricos. Theóphilo e Iudícibus (2005), denominam essas escolhas práticas – tais como estudo de caso, experimento etc. – de estratégias de pesquisa.

Neste sentido, foram investigadas, como proposto em Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005), a estratégia, conforme a natureza dos estudos: i) para teóricos: Revisão Bibliográfica, Didático, Proposta de Modelo (teórico ou crítico-reflexivo); ii) para teórico-empíricos: Experimento, Quase-experimento, Levantamento, Estudo de caso, Pesquisa-ação, Proposta de modelo empírico; e a técnica de coleta de dados: Pesquisa documental, Observação, Questionário, Entrevista, *Focus Group*, e outras.

De outra parte, classificaram-se, como proposto em Brandão, Holanda e Coelho (2017), Técnicas de coleta e interpretação qualitativa: Análise documental, Análise de conteúdo, Entrevista, Análise bibliográfica, Análise de discurso, Observação, e outras; e Técnicas de coleta e inferência quantitativa: Estatística descritiva, Testes paramétricos, Testes não paramétricos, Análise da variância, Análise de correspondência, Análise de correlação, Análise de conglomerados, Análise fatorial, Análise de homogeneidade, Análise envoltória de dados, Regressão linear simples, Regressão linear múltipla, Regressão Logística, Modelo de equações estruturais, Regressão com dados em painel, Teste de causalidade de Granger, Regressão PROBIT, Teste de Sobel, e outras.

## 2.4 Polo Epistemológico

Exerce função de vigilância crítica durante todo o processo investigativo, delimitando a construção do objeto científico a ser averiguado e da problemática de investigação; em última instância, define as regras de produção e de explicação dos fatos bem como de compreensão e de validação das teorias (BRUYNE; HERMAN; SCHOUTHEETE, 1977; THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005; TERRA, 2014).

Os aspetos epistemológicos constituem, para Terra (2014), a trama de fundo onde o investigador se move, mas desempenham também um papel ativo, já que servirão igualmente de motor da pesquisa, na medida em que suscitam questões que irão contribuir para resolver problemas práticos ou para formular respostas teóricas válidas. Segundo a autora, é aqui que se opera a reformulação constante das condições de objetividade dos conhecimentos científicos, dos modos de observação e de experimentação, tal como das relações que as ciências estabelecem entre a teoria e os fatos, rompendo com o senso comum e com conhecimentos vagos, aplicando uma linguagem científica.

Neste sentido, investiga-se o processo de construção do objeto científico de estudo e a elaboração da problemática de investigação, verificando possível utilização de juízo de valor neste processo. Também se indaga sobre a Causalidade, Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005), classificando as dissertações segundo a ótica adotada: Explicativa, Compreensiva, ou ambas, objetivando Explicar e Compreender o objeto de estudo; poderá haver casos em que não se identifique ou se explicita tal atributo acerca do objeto de pesquisa.

Com o propósito de vigilância crítica para todo o processo investigativo, buscou-se, criticamente, identificar a validação epistemológica e a congruência interativa entre os polos documentados.

Validação epistemológica, no dizer de Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005), consiste em identificar nas pesquisas:

- ✓ *Validade interna*, que consiste na identificação precisa de relações causais, adequação do método ao problema, referencial teórico do mesmo matiz, conexão entre teoria e dados empíricos e inexistência de contradições lógicas;
- ✓ *Validade externa*, dada pela distribuição aleatória realizada pelo pesquisador dos sujeitos nas condições do estudo, por meio de processos de seleção que ocorram naturalmente, com uso de amostragem probabilística, com replicação dos resultados em outro momento e lugar, com diferentes pessoas e procedimentos; e com explicitação de passos com vistas à replicação dos procedimentos a outros casos;

- ✓ *Validade do constructo*, que versa sobre definição de medidas operacionais, utilização de múltiplas fontes de evidências, encadeamento de evidências, crivo da crítica por parte dos pesquisadores e de outros participantes da pesquisa, revisão do relatório de pesquisa por informantes-chave, cuidado/critério na apreensão dos dados e contenção de interferência ideológica;
- ✓ *Hipóteses concorrentes*, com base no paradigma do ‘isolamento experimental’ e do ‘controle experimental’, que envolve um número relativamente baixo, mas explicitamente especificado de hipóteses plausíveis.

A *congruência interativa*, elemento próprio deste estudo, incluído desde Bruyne, Herman e Schoutheete (1977), Gamboa (1998), Martins (1997), Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005), avalia se as condições vistas em cada polo são compatíveis entre si, associando objeto e questão, teorias, métodos e técnicas de forma coerente e conveniente em relação aos achados da pesquisa. É possível, nesta tarefa identificar congruência parcial (entre diferentes polos) ou nenhuma correspondência entre os atributos essenciais de validação epistemológica.

### 3 ORGANIZAÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS

O objeto do estudo foi avaliar criticamente o fenômeno epistemológico de produção científica nas áreas de Contabilidade e Administração, tendo como unidade de análise programa de pós-graduação emulador de pesquisa científica nestas disciplinas, o PPAC/UFC, responsável por cursos *stricto sensu* nas áreas. Foram investigadas todas as 90 dissertações – defendidas desde o início do programa em 2009 até 31.10.2017 – correspondentes à produção científica relativa às duas linhas de pesquisa do programa: Organizações, Estratégia e Sustentabilidade (OES), com 58 dissertações e Contabilidade, Controladoria e Finanças (CCF), com 32 dissertações, com última versão entregue na secretaria do PPAC.

Adotou-se abordagem fenomenológica-hermenêutica, identificando e classificando os fenômenos e elementos estudados nas dissertações, agregando-se o aspecto interpretativo dos pesquisadores na crítica epistemológica, incluindo aspectos manifestos e latentes nos relatórios das pesquisas, as dissertações.

O instrumento de coleta e de tabulação dos dados levantou as categorias críticas elencadas, classificando atributos referidos a cada polo epistemológico, destacados no modelo de avaliação crítico-epistemológica já referenciado, valendo-se, para a análise dos dados tabulados, da técnica de análise de conteúdo, conforme Bardin (2014). De acordo com tal método, utilizou-se a categorização como operação de classificação de elementos constitutivos de um conjunto por diferenciação e,

seguidamente, por reagrupamento segundo o gênero (analogia), com critérios previamente definidos, conforme destacado no modelo de crítica epistemológica adotado.

Essas categorias são rubricas ou classes, as quais reúnem um grupo de elementos (unidades de registro, no caso da análise de conteúdo) sob um título genérico, agrupamento esse efetuado em razão de características comuns destes elementos (BARDIN, 2014). Assim, o polo teórico seguiu a categorização conforme proposta por Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005). Para a categorização referente ao polo metodológico, utilizou-se o modelo empregado por Coelho, Soutes e Martins (2007). O polo técnico seguiu categorização conforme Theóphilo (2004), Theóphilo e Iudícibus (2005), e Brandão, Holanda e Coelho (2017). Ao polo epistemológico, a categorização seguiu a partir da proposta teórica de Bruyne, Herman e Schoutheete (1977), Gamboa (1998), Martins (1997), Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005).

As validações e a congruência interativa percebida entre os polos, foram verificadas a partir das categorias interpretadas, quanto ao tratamento dos polos no que respeita à forma convergente entre eles, e ao formato como se tratou de proposta coerente, teorias adequadas, abordagem compatível e técnicas e instrumentos de coleta apropriadas em cada uma das pesquisas amostradas e examinadas.

## 4 VALIDAÇÃO EPISTEMOLÓGICA

### 4.1 Quanto ao polo teórico

A análise do polo teórico revelou, conforme a Tabela 1, que todas as pesquisas apresentaram uma postura teórica positiva coadunando com os achados de Theóphilo (2004) e Theóphilo e Iudícibus (2005).

Tabela 1 – Aspectos observados no Polo Teórico

Itens analisados	Descrição	Frequência	Frequência relativa (%)
Postura teórica	Normativa	0	0
	Positiva	90	100
Programa de Desenvolvimento Científico	Em superfície	75	83,3
	Em profundidade	15	16,7
Referências a estudos anteriores	Não apresentaram	16	17,8
	Apresentaram	74	82,2
Total		90	100

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

No que tange ao programa de desenvolvimento científico, observou-se preponderância (83,30%) de estudos cuja investigação foi em superfície, ou seja, com base em teorias já existentes

sem proposição de novas ideias ou perspectivas (THEÓPHILO, 2004). Tal indicador permite concluir que, considerando a delimitação do presente trabalho, as investigações estão sendo realizadas com pouca ambição no que se refere a propor novos caminhos de pesquisa, novas teorias e modelos, e buscam amparo em teorias, doutrinas ou conceitos já existentes. Conforme Theóphilo (2004), investigação em superfície se volta ao aprimoramento de teorias tradicionalmente aceitas em uma comunidade científica, ao passo que, investigação em profundidade propõe ideias advindas de novas visões e perspectivas.

Quanto ao amparo em outras pesquisas, observou-se que a maioria dos estudos citam ou se referenciam em estudos anteriores, demonstrando que estão em busca de apresentar o passado do tema em voga nos trabalhos. Tal resultado demonstra o não comprometimento do propósito de avanço do conhecimento (THEÓPHILO; IUDÍCIBUS, 2005).

## 4.2 Quanto ao polo metodológico

A análise referente ao polo metodológico considerou as abordagens metodológicas empreendidas nas dissertações da amostra. Para tanto, utilizou-se as definições de Theóphilo (2004) para enquadramento do polo metodológico, que podem ser manifestas ou tácitas. Ou seja, mesmo que não definissem sua abordagem metodológica, as pesquisas foram avaliadas com base nos quadros conceituais de Theóphilo (2004).

A frequência das abordagens metodológicas pode ser observada na Tabela 2.

Tabela 2 – Abordagens metodológicas

	Frequência absoluta	Frequência relativa (%)
Positivista	52	61,18%
Estruturalista	4	4,70%
Fenomenológica	29	34,12%
<b>Total</b>	<b>85</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Cabe ressaltar que, em 05 (cinco) dissertações não foi possível enquadramento em classificação metodológica específica, pois apresentaram características respectivas a mais de uma abordagem.

Portanto, percebeu-se predomínio de pesquisas com abordagem positivista, convergindo com a proposição de Avelar, Boina, Ribeiro e Santos (2015) e Parker (2012), segundo os quais a pesquisa nesta área, frequentemente é desenvolvida sob um paradigma positivista, no qual mantém o pesquisador independente e imparcial em relação ao objeto de estudo. Em segunda instância,



presente em 29 dissertações, percebeu-se a abordagem fenomenológica, a qual permite uma análise intencional e concebe ao autor percepção do fenômeno, que geralmente era verificado nas dissertações com base em apreensão da experiência vivida por outras pessoas.

Ainda foram identificadas quatro pesquisas com abordagem estruturalista, na qual o pesquisador busca identificar a estrutura do fenômeno a fim de construir suas ligações determinantes e estruturar para proposição de modelos (THEÓPHILO, 2004).

### 4.3 Quanto ao polo técnico

O polo técnico considerou para fins de análise: tipologia da pesquisa, estratégia aplicada nas pesquisas teórico-empíricas, técnicas de coleta de dados, técnicas de análise qualitativas, e, técnicas de análise quantitativas.

Verifica-se que apenas um trabalho foi meramente teórico, sendo quase unanimidade a aplicação de estudos teórico-empíricos nas pesquisas de dissertação analisadas. Isso demonstra que os pesquisadores estão buscando estudos aplicados e que tenham aplicabilidade prática de suas proposições, possibilitando ainda observação, verificação e teste, premissas do empirismo.

Nas seguintes análises referentes ao polo técnico, não são informados a frequência relativa bem como o número total de trabalhos que aplicaram tais técnicas, tendo em vista que em um mesmo trabalho podem estar presentes mais de uma técnica. A Tabela 3 apresenta a frequência da amostra quanto à estratégia aplicada nas pesquisas teórico-empíricas.

Tabela 3 – Estratégia aplicada nas pesquisas teórico-empíricas

Estratégia aplicada	Frequência absoluta de trabalhos que aplicaram
Não se aplica	1
Experimento	0
Quase-experimento	1
Levantamento	12
Estudo de caso	31
Pesquisa-ação	2
Proposta modelo empírico	4
Documental	51

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Por estarem em maioria, verificou-se destacadamente que as pesquisas teórico-empíricas aplicaram maciçamente pesquisas documentais, desenvolvidas com base em documentos de empresas e das unidades de estudos de suas pesquisas ou estudos de casos. Contudo, alguns estudos que se declararam estudos de caso não obedeceram, na prática, as premissas para tal, não efetuando,

por exemplo, a triangulação quanto à coleta de dados. Nesse sentido, depreende-se que há a necessidade de maior maturação dos pesquisadores quanto à exposição da classificação de suas pesquisas, uma vez que há classificações equivocadas ou que a prática da pesquisa e suas técnicas, não são condizentes com a classificação.

Além das estratégias de pesquisa, tem-se as técnicas de coleta de dados, que permitem o desenvolvimento do trabalho e que são dispostas na Tabela 4.

Tabela 4 – Técnicas de coleta de dados

Estratégia aplicada	Frequência absoluta de trabalhos que aplicaram
Pesquisa bibliográfica	19
Pesquisa documental	61
Observação	4
Questionário	7
Entrevista	24
Focus Group	6
Fonte: Dados da pesquisa (2017)	

Entre as técnicas de coleta de dados empregadas nas pesquisas, destacou-se a pesquisa documental, a qual foi realizada predominantemente por meio de análise de demonstrações, relatórios ou informações disponibilizadas pelas empresas. Tal resultado tem coerência uma vez que os estudos são na área de Administração e Controladoria e em sua maioria com abordagem positivista, a qual pressupõe independência e imparcialidade do pesquisador quanto ao objeto. Não utilizou múltiplas fontes de evidências. Observou-se também alta incidência de *surveys* na medida em que diversas dissertações trataram de percepção e com abordagem fenomenológica, possibilitada pela entrevista.

A Tabela 5 apresenta a frequência das técnicas de análise qualitativas da amostra.

Tabela 5 – Técnicas de análise qualitativas

Técnica de análise qualitativa empregada	Frequência absoluta de trabalhos que aplicaram
Análise de Conteúdo	38
Procedimento Analítico geral	1
Análise do Discurso	1
Estudo de caso	5
Estudo de caso múltiplo	3
<i>Survey</i>	5
Fonte: Dados da pesquisa (2017)	

As pesquisas qualitativas que foram analisadas apresentaram como técnica de análise mais recorrente a análise de conteúdo, seguida pelo estudo de caso e *survey*. Porém, vale salientar que

algumas pesquisas que caracterizaram a análise como estudo de caso, na realidade não se tratavam de estudo de caso por não obedecerem às prerrogativas desta classificação.

Em maior quantidade, as pesquisas quantitativas, aplicaram as técnicas descritas na Tabela 6.

Tabela 6 – Técnicas de análise quantitativas

Técnica de análise quantitativa empregada	Frequência absoluta de trabalhos que aplicaram
Estatística descritiva	64
Regressão linear múltipla	28
Teste de hipóteses	21
Análise de correlação	19
Análise fatorial	12
Regressão com dados em painel	9
Modelo de equações estruturais	8
Análise da variância	8
Análise de conglomerados	5
Regressão Logística	2
Teste de Endogeneidade	1
Processamento de Equações Simultâneas	1
Árvore de Regressão	1

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Verifica-se que, dentre as técnicas quantitativas efetuadas, a que maior é empregada é a estatística descritiva, por esta representar uma análise quanto aos aspectos gerais dos dados, ou seja, medidas de centralidade, dispersão, valor mínimo e máximo das observações, medidas que possibilitam uma visão holística da distribuição das variáveis. Conforme salientam Brandão Holanda e Coelho (2017), nas técnicas quantitativas são mais recorrentes nas pesquisas com abordagens metodológicas empirista e positivista, cujo emprego de modelos estatísticos de análise é mais frequente, o que foi percebido na presente pesquisa quanto às pesquisas positivistas.

#### 4.4 Quanto ao polo epistemológico

Quanto ao polo epistemológico, verificou-se inicialmente, a forma pela qual os trabalhos são apresentados no tocante à problemática, juízo de valor e hipóteses concorrentes, conforme disposto na Tabela 7.

Tabela 7 – Aspectos observados no Polo Epistemológico quanto à apresentação da pesquisa

	Sim	Não	Total
Apresentou problemática?	58	32	90
Apresentou juízo de valor?	18	72	90
Hipóteses foram concorrentes?	39	46	85*

\*5 dissertações não apresentaram hipóteses.

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Percebe-se que cerca de 35% dos trabalhos não evidenciaram a problemática com elementos que subsidiassem a construção do objeto da pesquisa, interferindo na fundamentação do estudo, considerando a assertiva de Bruyne, Herman e Schoutheete (1977), de que a problemática de investigação define o objeto construído nas pesquisas.

Além disso, foi verificado que a maioria dos trabalhos não utilizou de juízo de valor na discussão de seus temas de pesquisa. Percebeu-se valoração na hipótese ou uso do termo ‘melhor’ de forma frequente. Contudo, em alguns trabalhos, apesar de utilizarem excessivamente a palavra "melhor" ou "melhores" no corpo do texto, não fez uso dessa adjetivação na problematização e hipóteses de forma a configurar juízo de valor.

Verificou-se ainda quanto às hipóteses se os trabalhos apresentavam hipóteses concorrentes, ou seja, “hipóteses rivais” denominadas por Theóphilo (2004: 65), sobre as quais busca-se explicações concorrentes de evidências em foco e a análise de sua plausibilidade. Observou-se semelhança quanto ao número de pesquisas que apresentaram e não apresentaram hipóteses concorrentes.

Para analisar a congruência dos trabalhos, observou-se também a validade (interna, externa e de constructo). A Tabela 8 apresenta a avaliação referente a tais validades.

Tabela 8 – Aspectos observados no Polo Epistemológico quanto à validade da pesquisa

	Validade interna	Validade externa	Validade de constructo
Sem validade	31	54	28
Com validade	59	36	62
<b>Total</b>	<b>90</b>	<b>90</b>	<b>90</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Quanto a estes aspectos, é importante ressaltar alguns pontos verificados nos estudos: alguns trabalhos não apresentaram qualquer justificativa ou critério para escolha dos sujeitos entrevistados; ocorreram estudos que não apresentaram significância e erro amostral; estudos que generalizaram suas conclusões; não validação preliminar do instrumento de coleta; apresentação de amostra não probabilística e intencional; não justificação da delimitação temporal; contradições nos resultados ao afirmar que foi feita uma análise, mas utilizando outra técnica estatística mais adiante; apresentação de pressuposto antes da questão de pesquisa ou até mesmo antes da problemática; objetivo do estudo contemplando técnicas de análise de dados e outras informações; e impossibilidade de replicação do estudo.

Constata-se ausência de validade externa na maioria dos trabalhos (60% da amostra), a qual contempla: os itens distribuição aleatória dos sujeitos pelas condições do estudo realizada pelo

pesquisador; distribuição dos sujeitos pelas condições de estudo realizada por meio de processos de seleção que ocorrem naturalmente; uso de amostragem probabilística; replicação dos resultados em outro momento e lugar, com diferentes pessoas e procedimentos; e, explicitação de passos com vistas à replicação dos resultados a outros casos (THEÓPHILO, 2004).

Por outro lado, a validade interna foi percebida na maioria das pesquisas (65,55% da amostra). Tal validade diz respeito à identificação precisa de relações causais; adequação do método ao problema; referencial teórico do mesmo matiz; conexão entre teoria e dados empíricos; e inexistência de contradições lógicas (THEÓPHILO, 2004). O resultado aqui encontrado foi de encontro com as conclusões do artigo de Brandão, Holanda e Coelho (2017), os quais verificaram validade interna em 92% das pesquisas.

De forma similar, a validade de constructo, também foi constatada maior incidência (69,89 da amostra). Segundo Theóphilo (2004), esta validade se trata da definição de medidas operacionais; utilização de múltiplas fontes de evidências; encadeamento de evidências; crivo da crítica por parte dos pesquisadores e outros participantes da pesquisa; revisão do relatório de pesquisa por informantes-chave; cuidado / critério na apreensão dos dados; e contenção da interferência ideológica excessiva.

Do exposto, observa-se que o polo epistemológico, por delimitando a construção do objeto científico e da problemática de investigação, em última instância, define as regras de produção e de explicação dos fatos bem como de compreensão e de validação das teorias.

Por se tratarem de quatro polos, foram admitidas doze combinações contemplando congruência entre os polos ou ausência de congruência no trabalho. O resultado de tal análise é disposto na Tabela 9.

Tabela 9 – Congruência interativa percebida

Congruência interativa				Frequência	Frequência relativa (%)
Técnico	Metodológico	Teórico	Epistemológico	20	22,22
Técnico	Metodológico	Teórico	-	48	53,33
Técnico	Metodológico	-	Epistemológico	2	2,22
Técnico	-	Teórico	Epistemológico	0	0,00
Técnico	Metodológico	-	-	17	18,89
Técnico	-	Teórico	-	0	0,00
Técnico	-	-	Epistemológico	0	0,00
-	Metodológico	Teórico	Epistemológico	0	0,00
-	Metodológico	Teórico	-	3	3,33
-	Metodológico	-	Epistemológico	0	0,00
-	-	Teórico	Epistemológico	0	0,00
Sem congruência interativa				0	0,00
<b>Total</b>				<b>90</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Conforme Tabela 9, foi percebida congruência nos quatro polos apenas em 20 dissertações, o que representou cerca de 22% do total. Enquanto a maioria da congruência percebida foi entre os polos técnico, metodológico e teórico.

Nesse sentido, verificou-se que a incongruência epistemológica nos estudos reside principalmente na problemática carente, ou inexistente, e na generalização dos achados da pesquisa, o que interfere diretamente na proposta do estudo e de sua coerência epistemológica.

Portanto, ao resgatar a proposição do presente estudo, percebe-se que a validação interna e de constructo são mais presentes nos estudos, sendo a validade externa menos observada. Quanto à congruência no modelo quadripolar, percebeu-se que a congruência predominante reside nos polos técnico, metodológico e teórico, enquanto a congruência plena, ou seja, dos quatro polos foi constatada em cerca de 22% das dissertações.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo tratou de análise epistemológica das dissertações de mestrado *stricto sensu* do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará. Percebe-se que, apesar de terem sido analisados trabalhos de dissertação de mestrado *stricto sensu*, observou-se que se necessita de mais maturidade epistemológica para desenvolver pesquisas com plena congruência do trabalho.

A proposta do presente estudo foi desenvolvida a partir de uma concepção fenomenológica-hermenêutica e teve o intuito de verificar a congruência dos polos do esquema paradigmático de análise epistemológica de Theóphilo e Iudícibus (2005), com algumas adaptações a partir de Theóphilo (2004) e Brandão, Holanda & Coelho (2017), incorporando um elemento próprio para analisar criticamente os quatro polos, manifestos e latentes. Este último elemento foi um incremento à análise quadripolar propiciado pelo presente estudo, denominado como congruência interativa. Sob esse modelo de análise verificou-se possíveis combinações quanto à congruência, e incongruência, dos polos (epistemológico, teórico, metodológico e técnico) observados nos trabalhos.

Nesse sentido, a contribuição do presente estudo reside ainda na análise pormenorizada dos polos presentes nas pesquisas de dissertação anteriormente referidas. Os trabalhos apreciados foram nas duas linhas de pesquisa existentes no programa, atualmente denominadas: Organizações, Estratégia e Sustentabilidade e Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Conclui-se que a supremacia dos estudos não declara as classificações de suas pesquisas com base nas abordagens metodológicas apontadas no presente estudo e tampouco quanto aos quatro polos (epistemológico, teórico, metodológico e técnico). Só foi identificada uma pesquisa que trata

dos quatro polos de forma evidente, inclusive tal dissertação foi segmentada de acordo com os polos. Portanto, tanto as classificações da pesquisa quanto as características dos polos foram verificados quanto aos aspectos latentes.

Considera-se ainda que o fator ‘Orientador’ pode influenciar na construção da pesquisa, uma vez que se verificaram congruências concentradas em alguns orientadores. Dos 90 estudos pesquisados, apenas cinco não apresentaram de forma evidente as hipóteses das pesquisas, o que não os deprecia. Porém, estudos que não apresentam problemática, como foi o caso de 32 estudos ou que empregam juízo de valor, em 18 dissertações, é possível perceber uma carência na contribuição para a construção do conhecimento.

Dessa forma, o estudo contribui para o desenvolvimento das discussões epistemológicas relativas à congruência das pesquisas, especificamente nas ciências sociais aplicadas. A importância conferida à análise advém da salutar verificação quanto à validação epistemológica dos estudos, a fim de buscar mitigar presumíveis erros na construção científica e consequentemente no ‘fazer científico’, proporcionando uma vigilância crítica e imperativa ao desenvolvimento científico.

Por oportuno, é possível destacar como limitação desta pesquisa a utilização de julgamento e subjetividade por parte dos autores na classificação e análise das proposições, o que é susceptível a erros de interpretação.

Finalmente, sugere-se que futuros trabalhos apliquem a análise aqui realizada em diferentes programas de Pós-Graduação a fim de verificar como se configuram os trabalhos que representam produtos finais do curso, além de possibilitar comparabilidade entre o desenvolvimento científico nos diversos programas que representam a principal fonte do fazer científico.

## REFERÊNCIAS

AVELAR, E. A.; BOINA, T. M.; RIBEIRO, L. M. P.; Santos, T. S. Análise dos Artigos Publicados nos Principais Periódicos Brasileiros de Contabilidade no Século XXI. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 10, n. 3, p. 63-79, 2015.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1997.

BRANDÃO, I. de F.; HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Validade interna na pesquisa científica em contabilidade no Brasil. **Anais do International Conference in Accounting USP**, São Paulo, SP, Brasil, 17, 2017.

BRUYNE, P.; HERMAN, J.; SCHOUTHEETE, M.. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os pólos da prática metodológica**. Rio de Janeiro: Francisco Alves. 252 p. 1977.

BUNGE, M. **Epistemologia: curso de atualização**. São Paulo: T.A. Queiroz e Edusp, 1980.

COELHO, A. C.; SOUTES, D. O.; MARTINS, G. A. Abordagens Metodológicas na Pesquisa Contábil Brasileira: Crítica dos Artigos sobre Contabilidade para Usuários Externos apresentados no ENANPAD – 2005 e 2006. **Anais do Encontro de Ensino e Pesquisa em Administração e Controladoria**, Recife, PE, Brasil, 1, 2007.

DESCARTES, R. **Discurso do método**. São Paulo: Martins Fontes. 102 p, 2001.

FRANCISCO, T. H. A.; NAKAYAMA, M. K.; MELO, P. A. de; PITTA, M. A.; Oliveira, F. P. de. Análise epistemológica da avaliação institucional da educação superior brasileira: reflexões sobre a transposição de paradigmas. **Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior**, v. 20, n. 2, p. 531-562, 2015.

IKUNO, L. M. Uma análise epistemológica das pesquisas em contabilidade internacional: um estudo em periódicos internacionais de língua inglesa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 7, n.1, p. 109-131, 2015.

JAPIASSU, H. **Introdução ao pensamento epistemológico**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1992.

MARTINS, G. de A. **Epistemologia da pesquisa em administração**. Tese (Livre docência), Faculdade de Economia, Administração e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 110 p, 1994.

MARTINS, G. de A. Abordagens metodológicas em pesquisas na área de administração. *Revista de Administração/USP*, São Paulo, v. 32, n. 3, p. 5-12, 1997.

MORIN, E. **Ciência com consciência**. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1996.

PARKER, L. D. Qualitative management accounting research: Assessing deliverables and relevance. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 23, p. 54-70, 2012.

SAGAN, C. **O mundo assombrado pelos demônios: a ciência vista como uma vela no escuro**. São Paulo: Companhia das Letras, 1996.

RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J. E. de G.; SOUZA, I. G. de A.; PEDERNEIRAS, M. M. M. Uma análise das abordagens epistemológicas e metodológicas da pesquisa contábil do Programa do Mestrado Multiinstitucional em Ciências Contábeis. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 18, n. 1, p. 27-49, 2007.

ROCHA, L. C. S.; ARAÚJO, G. E. F.; MARQUES, R. O. Abordagens epistemológicas nas pesquisas em administração: uma análise nas dissertações de um programa de pós-graduação no nordeste brasileiro. **HOLOS**, v. 28, n. 4, 126-147, 2012.

SOUSA, E. da S.; RODRIGUES JUNIOR., M. S.; COELHO, A. C. Abordagens morfológica e metodológica na produção científica sobre ensino e pesquisa em administração. **Anais do Seminários em Administração**, São Paulo, SP, Brasil, 20, 2017.

THEÓPHILO, C. R.; IUDÍCIBUS, S. de. Uma análise crítico-epistemológica da produção científica em contabilidade no Brasil. **UnB Contábil**, v. 8, n. 2, p. 147-175, 2005.



WINK, P. K. da S.; LOPES, J. E. de G.; THEÓPHILO, C. R.; PEDERNEIRAS, M. M. M.; COSTA, R. dos S. Approach Epistemológico: uma pesquisa no Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA/USP. **Revista Ambiente Contábil**, v. 5, n. 1, p. 263-280, 2013.

## **Capítulo 2**

# **Estudos Empíricos**

Vanessa Ingrid da Costa Cardoso<sup>7</sup>

Alessandra Carvalho de Vasconcelos<sup>8</sup>

Márcia Martins Mendes De Luca<sup>9</sup>

Danival Sousa Cavalcante<sup>10</sup>

**Resumo:** O compartilhamento de integrantes da gestão é comum, especialmente da diretoria executiva e do conselho de administração das empresas, caracterizando o *board interlocking*. Segundo a Teoria da Dependência de Recursos, a empresa depende de recursos incluídos em uma estrutura complexa de relações corporativas, motivando a prática de *interlocking*. Nesse contexto, o estudo investiga a relação entre a situação econômico-financeira das empresas e a prática do *interlocking* financeiro. Realizou-se estatística descritiva, teste de diferenças entre médias, análise de correlação e análise de regressão logística em 270 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>). Constatou-se que o *interlocking* financeiro em empresas não financeiras está correlacionado com número de membros no conselho, grau de independência e tamanho da empresa. Na regressão logística, grau de independência e tamanho exercem influência sobre a probabilidade de uma empresa não financeira praticar *interlocking* financeiro, sugerindo que empresas maiores buscam mais recursos junto à rede bancária, e que as empresas com maior grau de independência propaguem a ideia de multiplicação da *expertise* por parte do gestor. Os resultados contrariam a Teoria da Dependência de Recursos, quando se trata de *interlocking* financeiro, já que a situação econômico-financeira não apresentou relação com a prática de *interlocking* financeiro.

**Palavras-chave:** *Board interlocking*, *Interlocking* financeiro, Teoria da Dependência de Recursos.

---

<sup>7</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará e Servidora Pública da Universidade de Integração Internacional da Lusofonia Afro-Brasileira-UNILAB

<sup>8</sup> Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC e professora da Universidade Federal do Ceará - UFC

<sup>9</sup> Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo – USP e professora da Universidade Federal do Ceará - UFC

<sup>10</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará e professor da Universidade Federal do Cariri - UFCA

## 1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa tem como finalidades precípuas dirigir, monitorar e incentivar a gestão empresarial, além de representar um conjunto de controles que visam harmonizar os objetivos dos acionistas com os dos gestores (BAYSINGER; HOSKISSON, 1990).

O conselho de administração é considerado um dos mecanismos de governança corporativa que mais contribui para o monitoramento dos gestores, desempenhando papel essencial em ações como contratar, demitir e estabelecer compensações para os gestores (CUNHA; PICCOLI, 2017). Além disso, tem função relevante no acesso aos recursos críticos da empresa, com fundamento na Teoria da Dependência de Recursos (PFEFFER, 1972), principal base teórica deste estudo.

Quanto às diretorias, Hallock (1997) afirma que, quando interligadas, tendem a dirigir empresas de maior porte e que isso ocorre devido, principalmente, às relações comerciais. Mizruchi (1996) salienta que, em grandes companhias, há uma variedade de diretores internos e externos, sendo que a maioria dos diretores externos integra a alta gestão de outras grandes empresas, especialmente instituições financeiras.

No contexto organizacional, o compartilhamento de integrantes da gestão é comum, especialmente da diretoria executiva e do conselho de administração, caracterizando o *board interlocking*. Assim, pode-se verificar que a Teoria da Dependência de Recursos é primordial para explicar a ocorrência deste fenômeno, já que a interligação de empresas permite a captação de recursos necessários para o desenvolvimento de todas elas, oriundos de fontes externas (PFEFFER, 1972; PFEFFER; SALANCIK, 1978; RIBEIRO *et al.*, 2016).

Destaca-se ainda que a situação econômico-financeira da empresa pode ser preponderante na opção pela prática do *board interlocking*. Essa concepção advém do que preconiza a Teoria da Dependência de Recursos, segundo a qual a busca por recursos que proporcionem benefícios à empresa advém de fatores externos, no caso, de outras empresas no mercado. Desse modo, admite-se que a empresa com mais necessidade de melhoria econômico-financeira busca alternativas que ajudem a minimizar seu endividamento e a incrementar seu desempenho, praticando-se o *board interlocking*, por exemplo.

Dooley (1969) ressalta que as empresas mais endividadas incluiriam no conselho de administração representantes de credores ou de instituições financeiras, constituindo o chamado *interlocking* financeiro, a fim de serem monitoradas por seus credores ou para que estes influenciassem de alguma forma a boa condução dos negócios, o que reduziria o risco de crédito. Assim, as empresas que dependem de bancos como fontes de recursos devem incluir representantes de bancos em seus conselhos de administração, e, portanto, seriam mais propensas a praticar o

*interlocking* financeiro (BURT, 1983; MIZRUCHI; STEARNS, 1988; PFEFFER, 1972). Logo, considera-se *interlocking* financeiro a prática de conselheiros ou diretores de empresas não financeiras participarem, concomitantemente, de conselhos ou diretorias de empresas financeiras.

Sob outra perspectiva, a das empresas financeiras, Dooley (1969) salienta que os bancos consideram vantajoso se associar a grandes empresas, ao eleger os diretores dessas empresas para o seu conselho de administração, pois isso pode atrair grandes depósitos e garantir clientes confiáveis para empréstimos bancários. Outrossim, o *board interlocking* entre empresas não financeiras e financeiras pode atender tanto à cooptação quanto ao monitoramento (MIZRUCHI, 1996; OKHMATOVSKIY, 2005).

Nesse contexto, conforme a Teoria do Controle Bancário, as empresas detentoras de maior volume de capital procuram obter maior domínio sobre outras empresas, ou seja, instituições financeiras, detentoras e fornecedoras de recursos financeiros para outras empresas, procuram estabelecer relações com estas, influenciando nas políticas e nas suas atividades, tornando-as dependentes (MINTZ; SCHWARTZ, 1985; ONG et al., 2003).

Diante do exposto, levanta-se a seguinte questão: Qual a relação entre fatores organizacionais e a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto com a prática do *interlocking* financeiro? Para responder a essa indagação, o estudo tem como objetivo investigar a relação entre fatores organizacionais e a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto e a prática do *interlocking* financeiro. Além disso, especificamente, compara-se a situação econômico-financeira, bem como os fatores organizacionais de empresas com e sem relações com instituições financeiras; explora-se o *board interlocking* em empresas não financeiras com e sem relações com instituições financeiras; e analisa-se o *board interlocking* entre instituições financeiras.

O *board interlocking* tem sido estudado na literatura, porém os fatores organizacionais e interorganizacionais relacionados ao fenômeno ainda são imprecisos, pois, até o alcance da pesquisa bibliográfica feita para esta investigação, não foram identificados estudos que tratam especificamente do *interlocking* financeiro como variável dependente, especialmente no mercado brasileiro. Nesse sentido, percebe-se uma carência de informações conclusivas acerca da associação de fatores organizacionais com o *board interlocking*.

Destarte, este estudo se justifica pela incipiente oferta de investigações sobre *board interlocking*, especialmente no âmbito nacional. Além disso, há contribuição prática, pois o fenômeno tem sido discutido no contexto empresarial, necessitando de investigação das particularidades intrínsecas à sua ocorrência, assim como dos benefícios e danos provenientes de sua prática. Destaca-se ainda a singularidade no tratamento do *interlocking* financeiro, cuja discussão é

escassa cientificamente, não tendo sido encontradas evidências empíricas no país. Vale salientar que o período correspondente ao estudo abrange a crise financeira no Brasil, caracterizada por instabilidade e alto risco inerente às operações financeiras, no qual as empresas buscam, de forma ainda mais acentuada, estratégias para permanecer no mercado e obter melhor desempenho.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Teoria da Dependência de Recursos e o *Board Interlocking***

O conselho de administração é um importante agente de monitoramento, particularmente em eventos corporativos em que os interesses dos gestores tangenciam as preferências dos acionistas (CAMPBELL *et al.*, 2011). Segundo Cunha e Piccoli (2017), um conselho de administração com prestígio e possibilidade de bons contratos de negócios pode induzir a busca por membros externos, fazendo com que um membro participe de mais de um conselho, influenciando o seu tamanho e a sua independência. Destaca-se que a autonomia dos gestores pode levar a decisões alinhadas aos seus próprios interesses, gerando conflitos de agência (RIBEIRO; COLAUTO, 2016; SANTOS; SILVEIRA, 2007).

Hung (1998) dispõe acerca das teorias relativas ao conselho de administração, evidenciando que esse colegiado está envolvido no processo decisório, que, por sua vez, pode sofrer influência extrínseca, materializada por meio do *board interlocking*, em que os membros do órgão desempenham o papel de ligação com esse ambiente, explicado pela Teoria da Dependência de Recursos, a qual sugere que é no ambiente externo que a empresa alcança recursos valiosos para conquistar seu desenvolvimento.

Segundo Hung (1998), o impacto do ambiente externo sobre as funções do conselho de administração é descrito pelos estudiosos sob dois aspectos principais: o *networking* (redes) ou o *board interlocking*, segundo o qual os gestores que atuam no conselho de administração em duas ou mais corporações podem atuar como vínculos entre essas organizações; e o surgimento da ideologia do pluralismo e a necessidade da organização de reconsiderar o relacionamento com suas partes interessadas.

Assim, sob a influência dos fatores contingenciais externos, o conselho de administração desempenha um importante papel no acesso aos recursos críticos oriundos de fontes externas, com sustentação na Teoria da Dependência de Recursos (PFEFFER, 1972), principal fundamento teórico deste estudo.

A Teoria da Dependência de Recursos preconiza que as empresas dependem umas das outras para conquistar recursos valiosos, e, portanto, estabelecer vínculos na tentativa de regular sua

interdependência (HUNG, 1998). A argumentação central da referida teoria se baseia na ideia de que, por mais independente que aparente ser, e por mais competentes que sejam seus gestores, a empresa não pode ignorar a contribuição para a captação de recursos e cooperação. Portanto, assume-se que a empresa depende tanto da alta administração, como também de recursos externos (MENDES-DA-SILVA, 2011).

Sob a Teoria da Dependência de Recursos, tem-se, portanto, que o conselho de administração age como redutor das incertezas no ambiente corporativo, estabelecendo ligação com outras empresas por meio dos respectivos conselhos de administração, buscando, dessa forma, a captação de recursos necessários para o seu desenvolvimento, os quais somente podem ser obtidos de fontes externas (PFEFFER, 1972; PFEFFER; SALANCIK, 1978; RIBEIRO et al., 2016). Essa teoria defende que a empresa dependeria dos recursos incluídos em uma estrutura complexa de relações corporativas, motivando a prática de *board interlocking*, o qual pode tanto agregar, como também persuadir os líderes de outras empresas (BAZERMAN; SCHOORMAN, 1983; MENDES-DA-SILVA, 2011; PFEFFER, 1972; PFEFFER; SALANCIK, 1978).

Nesse sentido, emerge o conceito de *board interlocking*, o qual pode ser conceituado como a relação social criada entre duas corporações, quando um membro do conselho de administração de uma delas também integra o conselho de administração da outra (HUNG, 1998). Assim, ocorre quando um membro do conselho de administração ou diretor de uma empresa ocupa também uma cadeira no conselho de administração de outra empresa (ARANHA et al., 2016).

Esse fenômeno se dá, portanto, quando um membro do conselho de administração de uma companhia exerce o mesmo cargo no conselho de administração de outra empresa. Essa definição engloba não apenas a possibilidade de os membros do conselho de administração, mas também de seus diretores serem elos entre empresas (MIZRUCHI, 1996). Alguns estudos destacam o *board interlocking* recíproco, que ocorre quando um CEO (*Chief Executive Officer*) de uma empresa é membro do conselho de administração em outra empresa (FICH; WHITE, 2005; HALLOCK, 1997; SANTOS; SILVEIRA, 2007).

De acordo com Larcker, So e Wang (2010), o *board interlocking* funciona como um canal para apoio interpessoal e interorganizacional, influência e fluxo de informações. Os autores acrescentam que redes desse tipo são os canais pelos quais a informação é transmitida, e essa troca de informações produz um ambiente que fornece oportunidades ou restrições sobre ações individuais (LARCKER et al., 2010).

Ressalta-se que o *board interlocking* pode disseminar práticas gerenciais e de governança a partir do compartilhamento de conhecimentos e experiências, com reflexo no resultado das empresas (SHI et al., 2013).

Em estudo seminal, Dooley (1969) ressalta que a união de conselhos por meio de membros comuns foi amplamente debatida ao longo do tempo. Destaca-se a relevância do fenômeno nas empresas na medida em que se trata do compartilhamento de conhecimentos e informações, desempenhando papel fundamental na determinação de estratégias, superando incertezas dos investidores (CONNELLY et al., 2011).

Do exposto, percebe-se que o *board interlocking* constitui um fenômeno que tem a capacidade de intervir na gestão da empresa, sobretudo de influenciar e ser determinado por fatores organizacionais. Estudos anteriores apontam para correlações entre alguns fatores organizacionais, como o tamanho da empresa, a sua dispersão acionária, o número de membros no seu conselho de administração, além do desempenho, nível de endividamento, gerenciamento de resultados e a prática de *board interlocking* (BURT, 1983; CUNHA; PICCOLI, 2017; DAVIS, 1991; FICH; SHIVDASANI, 2006; HAUNSCHILD, 1993; HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998; MIZRUCHI; STEARNS, 1988; PYE et al., 2014; SANTOS; SILVEIRA, 2007).

Alguns estudos assinalam que o *board interlocking* cria um importante canal de informação organizacional, que pode influenciar a adoção de práticas corporativas, já que as empresas são mais propensas à adoção de determinadas práticas quando compartilham membros do seu conselho de administração com o de empresas onde a prática já é recorrente (DAVIS, 1991; HAUNSCHILD, 1993; HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998; MIZRUCHI, 1996). Confirmando tal proposição, Hsu e Petchsakulwong (2010) afirmam que os membros externos são mais propensos a discutir os interesses da empresa, pelo fato de não possuírem relação econômica com a administração.

Percebe-se, então, que o *board interlocking* advém de interesses distintos nas empresas, e pode proporcionar à empresa um ambiente diferenciado. Além disso, é intrigante que um procedimento como esse possa impactar diretamente a alta gestão da empresa, e, conseqüentemente, ser associado a diversos fatores organizacionais.

A literatura acadêmica documenta vários exemplos de disseminação de práticas comerciais e resultados estratégicos através dessa forma de conexão interorganizacional. No entanto, as descobertas sobre a longa discussão entre *board interlocking* e o desempenho da empresa continuam mistas (PYE et al., 2014).

Assim, observa-se que estudos constataram associação positiva entre o *board interlocking* e o desempenho (ARANHA et al., 2016; BURT, 1983; SANTOS; SILVEIRA, 2007). Em contraponto, outros estudos encontraram correlação negativa entre os dois fatores (FICH; SHIVDASANI, 2006; MIZRUCHI; STEARNS, 1988). Além disso, há estudo em que a associação entre os dois fatores nem sequer foi detectada (DA SILVA ROSA et al., 2008).



Portanto, é possível observar que o *board interlocking* induz diversas análises quanto à perspectiva de reflexos da gestão na empresa. A partir do momento em que se envolve em várias empresas, o gestor pode despertar para processos de gestão e práticas distintas. Assim, o *board interlocking* é também uma espécie de influência que um membro de conselho de administração pode exercer perante outras empresas em cuja gestão esteja também presente.

## 2.2 Hipóteses da Pesquisa

Considerando-se que o presente estudo procura compreender a prática de *board interlocking* e sua associação com a situação econômico-financeira das empresas envolvidas, e levando-se em conta que o fenômeno pode ocorrer entre empresas não financeiras e financeiras, somente entre empresas não financeiras e somente entre empresas financeiras, torna-se relevante compreender acerca de empresas financeiras e o *board interlocking*.

A maioria dos diretores e membros externos de conselhos de administração de grandes empresas são oriundos de outras grandes empresas, especialmente financeiras, incluindo banqueiros, executivos de companhia de seguros, banqueiros de investimento, advogados, contadores e diretores (MIZRUCHI, 1996).

Segundo Mizruchi *et al.* (1993), em uma amostra de 456 empresas da Fortune 500, mais de 70% das empresas tinham pelo menos um gestor que participava do conselho de administração de instituição financeira. Mizruchi (1996) acrescenta que em estudos de dependência financeira formulam-se hipóteses no sentido de que as empresas com alto nível de endividamento teriam maior número de banqueiros em seus conselhos de administração. Richardson (1987) confirmou que integrantes de instituições financeiras costumam participar de conselhos de administração de empresas não financeiras quando estas enfrentam dificuldade financeira e quando os lucros diminuem. Corroborando tal proposição, Fligstein e Markowitz (1993) sugerem, a partir dessa constatação, que os banqueiros costumam ser nomeados para conselhos de administração para incentivar a venda de empresas em dificuldade financeira.

Segundo Mizruchi (1996), uma característica premente do *board interlocking* é a predominância de representantes de empresas não financeiras nos conselhos de administração de bancos. Isso se deve ao fato de que os grandes *players* no mundo corporativo procuram participar de decisões sobre alocação de capital (MINTZ; SCHWARTZ, 1985). Percebe-se que ao ter em seus conselhos de administração participantes de conselhos de empresas não financeiras, os bancos ganham informações valiosas sobre as condições das empresas e oportunidades de investimento (MIZRUCHI, 1996).

Okhmatovskiy (2005) estudou a Teoria do Controle Bancário, declarando que as relações entre bancos e empresas industriais são caracterizadas principalmente pela dependência destas àqueles. Os bancos são relativamente autônomos em relação às empresas industriais com as quais estão afiliados. Os bancos têm interesses distintos dos interesses das empresas industriais sob seu controle, e os grupos de bancos e empresas industriais não são percebidos como agentes de decisão que buscam interesses de grupo (OKHMATOVSKIY, 2005).

Kotz (1978) ressalta que, conforme a Teoria do Controle Bancário, os bancos ocupam cargos de dominância nas redes corporativas, pois possuem poder discricionário na concessão de empréstimos a empresas industriais e porque eles geralmente possuem direitos de voto no capital dessas empresas. Assim, os bancos geralmente monitoram as empresas, colocando seus representantes nos conselhos de administração destas, e os diretores/conselheiros representam os interesses dos bancos quando as estratégias das empresas são determinadas durante as reuniões do conselho de administração (OKHMATOVSKIY, 2005).

Apesar do óbice em estabelecer um consenso empírico relativo às relações da ocorrência do *board interlocking* nas empresas, admite-se como primeira hipótese do estudo, considerando-se a Teoria da Dependência de Recursos e a Teoria do Controle Bancário:

H<sub>1</sub>: As empresas mais endividadas são mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro.

Suportado ainda pela Teoria da Dependência de Recursos, tem-se o argumento de que o *board interlocking* constitui uma prática na busca de melhorar o desempenho empresarial, partindo-se de uma situação desfavorável. Vale salientar que as pesquisas não são direcionadas para uma só conclusão, havendo divergência quanto à correlação entre desempenho e a prática de *board interlocking*.

Assim, verifica-se que alguns estudos constataram uma associação positiva entre o *board interlocking* e o desempenho (ARANHA *et al.*, 2016; BURT, 1983; SANTOS; SILVEIRA, 2007), enquanto outros identificaram uma relação negativa entre os dois fatores (FICH; SHIVDASANI, 2006; MIZRUCHI; STEARNS, 1988), e até mesmo há estudos que não identificaram nenhuma associação entre eles (DA SILVA ROSA *et al.*, 2008). Este estudo assume que a adoção do *interlocking* financeiro pode constituir uma busca por melhor desempenho, admitindo-se que a empresa com menor desempenho busca a referida prática, conforme constatado pela maioria dos estudos empíricos anteriores. Destarte, propõe-se a segunda hipótese:

H<sub>2</sub>: As empresas com menor desempenho são mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro.

Observou-se que a prática de *board interlocking* é percebida em empresas de grande porte, conforme constatado por Dooley (1969) e Hallock (1997). Além disso, Fich e White (2005) e Santos

e Silveira (2007) destacam que o número de membros no conselho de administração e a sua independência são fatores associados ao surgimento do *board interlocking*. Dessa forma, apresenta-se a terceira hipótese da pesquisa:

H<sub>3</sub>: Fatores organizacionais relativos a tamanho, número de membros no conselho de administração e grau de independência do citado órgão aumentam a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

Logo, H<sub>3</sub> assume que empresas maiores, com maior número de membros no conselho de administração e maior grau de independência são fatores mais propícios à prática de *interlocking* financeiro.

Diante do exposto, verifica-se que o presente estudo constitui um avanço científico acerca do tema, especialmente no âmbito nacional e sob a perspectiva do *interlocking* financeiro, bem como possibilita a exploração de uma associação entre fatores internos, levando-se em conta que a empresa opta pela prática do *interlocking* financeiro por motivações diversas, sob o principal fundamento da Teoria da Dependência de Recursos, segundo a qual o *board interlocking* é capaz de propiciar recursos valiosos para a empresa, e, conseqüentemente, contribuir para seu desenvolvimento. Assim, conjectura-se que a empresa busca o *interlocking* financeiro com o desígnio de auferir melhor desempenho, minimizar o endividamento, mas também por ter maior porte, maior número de conselheiros/diretores e conselho de administração mais independente (FICH; WHITE, 2005; SANTOS; SILVEIRA, 2007).

### 3 METODOLOGIA

Na busca de uma solução para o problema levantado, realizou-se uma pesquisa de natureza quantitativa, com caráter descritivo e explicativo. A população abrangeu as empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>) em 30 de agosto de 2017, exceto os fundos financeiros e as companhias estrangeiras, totalizando 363 companhias. Os dados secundários foram extraídos do Formulário de Referência e da base de dados Economática®, referentes a 2016. Dessa população, foram excluídas 93 empresas cujos dados não foram disponibilizados nas duas citadas bases, bem como algumas que somente abriram o capital em 2017, resultando em uma amostra de 270 companhias, sendo 217 não financeiras e 53 financeiras. Vale ressaltar ainda que a análise abrangeu 3.186 membros de conselhos de administração e/ou diretores, sendo 2.708 de empresas não financeiras e 478 de empresas financeiras.

Como procedimentos de análise dos dados, realizou-se uma estatística descritiva, o teste de diferenças entre médias, a análise de correlação e a análise de regressão logística. Destaca-se o uso

da regressão logística, que, de acordo com Corrar, Paulo e Dias (2007), é uma técnica estatística capaz de estimar a probabilidade de ocorrência de um evento frente às variáveis explanatórias e auxiliar na classificação de objetos ou casos. Neste caso, analisa-se se as variáveis independentes são capazes de determinar a probabilidade de as empresas efetuarem *board interlocking* com empresas financeiras.

Na regressão logística, a variável dependente tem natureza binária ou dicotômica, ou seja, é demonstrada por meio de dados codificados, representados por “1” e “0” (sucesso e fracasso, adimplente e inadimplente, verdadeiro e falso, sim e não). No caso da presente pesquisa, o código “1” refere-se à adoção da prática de *board interlocking*, enquanto o “0” diz respeito à sua não-adoção.

A operacionalização das variáveis consideradas no presente estudo se deu conforme demonstrado na Tabela 1.

**Tabela 1 Variáveis da pesquisa**

Variável	Operacionalização	Fundamentação teórica	Fonte de dados
Conselho de Administração	Número de membros no Conselho de Administração	Santos e Silveira (2007)	Formulário de Referência
Grau de Independência	Quantidade de conselheiros independentes Quantidade total de conselheiros	Santos e Silveira (2007)	Formulário de Referência
Tamanho	Log do Ativo	Santos e Silveira (2007)	Economática®
Endividamento	Exigível Ativo	Barney e Hesterly (2007)	Economática®
Q de Tobin	$Q = \frac{\text{Valor de mercado} + \text{Exigível} + \text{Estoque} - \text{Ativo}}{\text{Valor do Ativo}}$	Carvalho, Kayo e Martin (2010), Santos e Silveira (2007)	Economática®
ROA ( <i>Return On Assets</i> )	Lucro Líquido Ativo	Carvalho, Kayo e Martin (2010)	Economática®

Fonte: Elaborado pelos autores.

Adicionalmente, foi aplicado o teste de diferenças entre médias para duas amostras independentes, com o intuito de se comparar a situação econômico-financeira das empresas que praticam *board interlocking* com empresas financeiras, com a daquelas que o praticam com empresas não financeiras. Para os fins desta pesquisa, são consideradas empresas que praticam *board interlocking* aquelas que tiverem membros de seu conselho ou de sua diretoria que integram concomitantemente o conselho de administração ou diretoria executiva de instituição financeira. Ressalte-se que serão realizados dois testes de diferenças entre médias, sendo um considerando como *proxy* o nível de endividamento, e o outro considerando como *proxy* a variável Q de Tobin.

Como análise prévia, realizou-se teste de normalidade dos dados para verificar se a variável está normalmente distribuída. Para tanto, foi aplicado o teste Kolmogorov-Smirnov, observando-se

que os dados não são normais, culminando na adequada utilização de teste não-paramétrico, ou seja, de Mann-Whitney. Vale ressaltar que o presente estudo utiliza o nível de significância de 5%, indicando 95% de segurança na fidedignidade dos resultados.

Destaca-se, portanto, a robustez das estatísticas a serem aplicadas no presente estudo, bem como a abrangência das investigações e análises realizadas.

## 4 RESULTADOS

Tendo em vista que o estudo trata das empresas que adotaram *board interlocking* com empresas financeiras, é primordial quantificar as empresas não financeiras relacionadas às empresas financeiras, considerando a amostra da pesquisa. Ressalta-se que fizeram parte da amostra 217 empresas não financeiras, já que o estudo trata do *interlocking* financeiro.

Das 217 empresas não financeiras analisadas, 44 (20,3%) praticam *board interlocking* com empresas financeiras. Vale salientar que essas relações ou conexões entre empresas não financeiras e empresas financeiras ocorrem em diversos graus, e levam em conta alguns aspectos específicos, como número de conexões, conselheiros/diretores e empresas conectadas.

Observou-se que pode ocorrer *board interlocking* exclusivamente entre empresas financeiras e também entre empresas financeiras e empresas não financeiras. Vinte e cinco empresas financeiras conectam-se a empresas também financeiras, totalizando 51 conexões, por meio de 39 conselheiros/diretores, ou seja, alguns conselheiros/diretores estão presentes em várias empresas, possibilitando que estas se conectem, e, além disso, disseminando práticas de gestão entre elas. Ademais, verifica-se a ocorrência de *board interlocking* entre 44 empresas não financeiras e empresas financeiras, perfazendo 83 conexões, por meio de 62 conselheiros/diretores.

De forma mais detalhada, verificou-se que há conselheiros que figuram em várias empresas ao mesmo tempo, sendo que a maioria dos conselheiros/diretores envolvidos na prática de *board interlocking* entre empresas financeiras participa concomitantemente de duas empresas financeiras.

Destaca-se ainda as conexões entre empresas financeiras e empresas não financeiras, já que tal relação constitui o foco deste estudo. Percebeu-se que 62 conselheiros/diretores atuam na prática de *board interlocking* entre empresas financeiras e empresas não financeiras em graus diversos, ou seja, há conselheiros/diretores que operam em duas empresas e também há aqueles que participam de até cinco empresas concomitantemente.

Vale ressaltar que a amostra desta pesquisa é naturalmente segmentada em empresas financeiras e empresas não financeiras. Portanto, faz-se necessário caracterizar as empresas não financeiras constituintes da amostra.

A fim de possibilitar a evolução da análise, importa realizar a análise da estatística descritiva das variáveis evidenciadas. Para tanto, as variáveis foram distribuídas em dois grupos. Na Tabela 2 são dispostas as variáveis relativas à caracterização das empresas; e na Tabela 3 são dispostas as variáveis da situação econômico-financeira.

**Tabela 2 Dados descritivos das variáveis quanto à caracterização das empresas**

Estatística descritiva	Nº de membros do conselho de administração		Grau de independência		Tamanho da empresa	
	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)
Número de observações	173	44	173	44	173	44
Média	6,60	7,73	0,24	0,37	6,14	6,83
Mediana	6,00	7,00	0,20	0,33	6,27	6,80
Desvio-padrão	2,51	1,86	0,26	0,27	1,01	0,67
Mínimo	3,00	4,00	0,00	0,00	3,27	5,64
Máximo	14,00	13,00	1,00	1,00	8,51	8,91
Coefficiente de variação (%)	38,09	24,07	105,16	73,27	16,36	9,85

(\*) Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies without board interlocking with financial companies

(\*\*) Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies with board interlocking with financial companies

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 2, verifica-se que o número de membros do conselho de administração varia entre três e quatorze, com uma média de seis nas empresas que não praticaram *interlocking* financeiro, e de sete nas empresas que praticaram conexões. Quanto ao grau de independência, destaca-se a discrepância dos dados nas empresas analisadas, já que o coeficiente de variação apresentou valores elevados para essa variável. Em contrapartida, o tamanho das empresas não financeiras analisadas foi homogêneo, apresentando coeficiente de variação mais baixo.

**Tabela 3 Dados descritivos das variáveis econômico-financeira das empresas**

Estatística descritiva	Endividamento		Q de Tobin		ROA	
	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)	0(*)	1(**)
Nº de observações	173	44	173	44	173	44
Média	13,77	0,69	51,03	1,56	1,41	-0,03
Mediana	0,67	0,67	1,24	1,21	0,02	0,01
Desvio-padrão	62,46	0,36	233,58	0,91	29,26	0,22
Mínimo	0,06	0,1	0,48	0,71	-230,06	-1,14
Máximo	498,27	2,38	1753,89	5,42	280,4	0,19
Coefficiente de variação (%)	453,75	53,13	457,72	58,45	2071,29	738,21

(\*) Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies without board interlocking with financial companies

(\*\*) Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies with board interlocking with financial companies

Fonte: Elaborada pelos autores.

No tocante às variáveis relativas à situação econômico-financeira das empresas, pode-se destacar a alta heterogeneidade da amostra, sobretudo em relação ao ROA, de acordo com o coeficiente de variação, que alcançou valores altos para as variáveis consideradas no estudo. Tal indicador sugere que as empresas da amostra possuem características bem diferenciadas quanto à estrutura de endividamento, Q de Tobin e rentabilidade (ROA). Vale destacar ainda que as médias mais elevadas de cada variável se fazem presentes nas empresas não financeiras que não praticaram *board interlocking* com empresas financeiras.

Considerando-se que o presente estudo trata do *board interlocking* efetuado com empresas financeiras, é válido comparar o desempenho e o endividamento das empresas que adotam o *board interlocking* com empresas financeiras com o daquelas que não o adotam. Dessa forma, a Tabela 4 apresenta o resultado do teste não-paramétrico procedido, no caso o teste de Mann-Whitney.

**Tabela 4 Teste de Mann-Whitney**

	Sig.	Conclusão do teste	Mean Rank	
			0(*)	1(*)
Nº de membros no conselho de administração	0,001 <sup>(**)</sup>	Rejeita H <sub>0</sub>	101,90	136,91
Grau de independência	0,003 <sup>(**)</sup>	Rejeita H <sub>0</sub>	102,64	133,99
Tamanho	0,000 <sup>(**)</sup>	Rejeita H <sub>0</sub>	100,32	143,15
Endividamento	0,414	Não Rejeita H <sub>0</sub>	110,75	102,10
Q de Tobin	0,546	Não Rejeita H <sub>0</sub>	110,30	103,90
ROA	0,770	Não Rejeita H <sub>0</sub>	109,63	106,53

(\*) 0 = Empresas não financeiras sem *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies without board interlocking with financial companies; 1 = Empresas não financeiras com *board interlocking* com empresas financeiras / Non-financial companies with board interlocking with financial companies; (\*\*) Significante a nível de 1%. Significant level at 1%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Ao se analisar os resultados do teste de Mann-Whitney, verifica-se que três variáveis registraram diferenças quando comparados os grupos de empresas que praticam o *interlocking* financeiro com o das empresas que não o adotam. Em relação às variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho, observa-se que a diferença das médias é estatisticamente significativa para essas variáveis. Sendo que, pelo *Mean Rank*, pode-se perceber ainda que a média dessas variáveis é mais elevada em empresas que praticam o *board interlocking*, ou seja, as empresas não financeiras que praticam *board interlocking* com empresas financeiras possuem número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho mais elevados do que aquelas que praticam o *board interlocking* com empresas não financeiras.

Como análise adicional, realizou-se um teste de correlação. No caso deste estudo, cujas variáveis se mostraram não normais, foi realizado o teste não-paramétrico de Spearman.

**Tabela 5 Análise de correlação de Spearman: interlocking financeiro e demais variáveis**

	<i>Interlocking financeiro</i>	
	<b>Coefficiente</b>	<b>Sig.</b>
<b>Nº de membros no conselho de administração</b>	0,227 <sup>(**)</sup>	0,001
<b>Grau de independência</b>	0,205 <sup>(**)</sup>	0,002
<b>Tamanho</b>	0,275 <sup>(**)</sup>	0,000
<b>Endividamento</b>	-0,056	0,416
<b>Q de Tobin</b>	-0,041	0,547
<b>ROA</b>	-0,020	0,771

(\*) Correlação significativa ao nível de 5% / Significant correlation at the level of 5%

(\*\*) Correlação significativa ao nível de 1% / Significant correlation at the level of 1%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com base na análise do coeficiente de correlação, observa-se que a prática de *interlocking* financeiro por parte das empresas não financeiras está correlacionada com as variáveis nº de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho, o que ratifica o resultado do teste de diferenças entre médias. Salienta-se ainda que a correlação entre essas variáveis e o *board interlocking* foi positiva, indicando que seus valores são diretamente proporcionais ao *interlocking* financeiro.

Contudo, é preciso destacar que a correlação não dá margem para conclusão quanto à influência, mas apenas a correlação entre variáveis. Dessa forma, a influência na prática de *interlocking* financeiro foi verificada perante a análise de regressão logística, cujos resultados são expostos a seguir.

Previamente, efetuou-se o *Model Chi-square*, que testa a validade do modelo e a sua capacidade preditiva. Então, analisou-se a qualidade e o desempenho geral do modelo. Constatada a significância do modelo logístico, é necessário efetuar tal avaliação tendo como foco cada coeficiente, individualmente. Para tanto, foi utilizada a estatística de Wald, descrita na Tabela 6, que apresentou a significância dos coeficientes das variáveis independentes do modelo logístico em análise.

**Tabela 6 Regressão logística**

N = 217	Beta	Wald	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
					Lower	Upper
<b>Nº de membros no conselho de administração</b>	0,123	1,701	0,192	1,131	0,940	1,360
<b>Grau de independência</b>	0,014	4,166	0,041	1,015	1,001	1,029
<b>Tamanho</b>	0,667	4,913	0,027	1,949	1,080	3,516
<b>Endividamento</b>	-0,973	2,091	0,148	0,378	0,101	1,413
<b>Q de Tobin</b>	0,107	1,604	0,205	1,113	0,943	1,315
<b>ROA</b>	-1,730	2,111	0,146	0,177	0,017	1,829
<b>Constante</b>	-6,540	13,432	0,000	0,001		

(\*) Correlação significativa ao nível de 5% / Significant correlation at the level of 5%

(\*\*) Correlação significativa a nível de 1% / Significant correlation at the level of 1%

Fonte: Elaborada pelos autores.



Com base nos valores mostrados na Tabela 6, pode-se afirmar que apenas as variáveis grau de independência e tamanho exercem influência sobre a probabilidade de uma empresa não financeira praticar *board interlocking* com empresa não financeira. Nesse sentido, a partir das evidências, detectou-se que os coeficientes das variáveis grau de independência e tamanho apresentaram níveis descritivos inferiores a 5%, implicando a rejeição da hipótese nula para tais coeficientes estimadores, ou seja, que são significantes estatisticamente.

Os indicadores *Cox & Snell R Square* e *Nagelkerke R Square* registraram, respectivamente os valores de 12,8% e 20,2%, indicando a capacidade de explicação da ocorrência da prática de *interlocking* financeiro das empresas não financeiras da amostra pelas variáveis independentes.

A partir do que foi apresentado, os coeficientes das variáveis grau de independência e tamanho são positivos. Portanto, uma variação positiva nessas variáveis contribui para aumentar a probabilidade de as empresas não financeiras praticarem *interlocking* financeiro.

A partir dos resultados coletados, compilados e do modelo de regressão logística estimado, infere-se que a prática de *board interlocking* pode ser explicada por algumas características das empresas, tais como grau de independência do conselho de administração e tamanho. No entanto, não se pode afirmar que os aspectos relativos à situação econômico-financeira das empresas interfiram na prática de *board interlocking* com empresas financeiras.

Vale salientar que a ocorrência de resultados significativos em relação ao número de membros no conselho de administração, endividamento, Q de Tobin e ROA permite constatar que, para as empresas pesquisadas, o *interlocking* financeiro pode ser praticado devido a outros fatores, não exatamente ao que preconiza a Teoria da Dependência de Recursos, a partir da qual as conexões por meio da prática de *interlocking* se relacionam com o desenvolvimento empresarial. Dessa forma, os dados demonstraram que apenas o grau de independência e o tamanho foram determinantes para a prática do *board interlocking*.

No que tange às hipóteses do estudo, observa-se que a primeira delas ( $H_1$ ) foi refutada, já que não houve significância na correlação, nem quanto à dependência da prática do *board interlocking* com o nível de endividamento. Logo, as empresas mais endividadas não demonstraram ser mais propensas a adotar o *interlocking* financeiro. A segunda ( $H_2$ ) também não foi confirmada, pois verificou-se que o desempenho não influenciou a adoção de *interlocking* financeiro. Em relação à terceira hipótese ( $H_3$ ), verificou-se que apenas o grau de independência e o número de membros no conselho de administração demonstraram influenciar positivamente a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

Tendo em vista o caráter singular da presente abordagem, sendo a opção pelo *interlocking* financeiro uma variável dependente, tem-se como base de discussão a Teoria da Dependência de

Recursos, bem como estudos sobre a relação entre o *board interlocking* e a situação econômico-financeira e outros fatores organizacionais. Logo, por não terem sido localizadas obras abordando o *interlocking* financeiro como variável categórica e sua relação com a situação econômico-financeira e fatores organizacionais, no contexto do Brasil, desenvolve-se uma discussão baseada em estudos que tangenciam o tratamento empreendido.

No tocante ao número de empresas que praticaram o *interlocking* financeiro, ou seja, a conexão entre conselhos ou diretorias executivas de empresas diferentes, o estudo de Mizruchi *et al.* (1993), realizado em 456 empresas listadas pela Fortune 500, constatou que mais de 70% delas tinham pelo menos um membro do conselho de administração conectado ao colegiado de uma instituição financeira. Assim, verifica-se uma diferença entre o comportamento das empresas americanas e o das companhias da amostra do presente estudo, já que apenas 20% das empresas brasileiras analisadas praticaram o *interlocking* financeiro.

Esse resultado revela que as empresas não financeiras da amostra não vêm se conectando massivamente com as empresas financeiras, o que leva a crer que não viabilizam, no mercado nacional, incentivos para adotar a prática. A razão disso pode residir na divergência quanto às conclusões de estudos empíricos relativos à correlação positiva entre a prática de *board interlocking* e o desempenho corporativo.

Com base nos resultados apresentados, observa-se uma conformidade com outros estudos que abordaram a relação entre *board interlocking* e tamanho do conselho de administração (FICH; WHITE, 2005; MIZRUCHI, 1996). Portanto, constata-se que as empresas com maiores conselhos de administração tendem a praticar mais o *board interlocking*. Essa proposição é coerente na medida em que a empresa com um número maior de membros no conselho de administração detém mais probabilidade de fazer conexão com outras empresas.

Por meio dos resultados obtidos, observou-se também uma significância quanto ao grau de independência do conselho de administração, coadunando com Mizruchi (1996), segundo o qual as interconexões são criadas preeminentemente por membros externos. Santos e Silveira (2007) asseguram haver decisões eficazes e imparciais se houver conselheiro externo, razão pela qual a prática de *interlocking* financeiro constitui uma decisão estratégica.

Segundo Santos e Silveira (2007), a prática de *board interlocking* com membros externos é inversamente proporcional ao desempenho da empresa. Fich e Shivdasani (2006) acrescentam que as empresas que possuem diretores/conselheiros externos com cargos de diretoria em múltiplas empresas estão associadas a uma governança fraca.

Fama e Jensen (1983) aduzem que os conselheiros teriam interesse em consolidar sua reputação pessoal como monitores eficazes, por meio da prática do *board interlocking*. Porém, os

autores ressaltam que um membro com reputação passiva poderia ser requisitado para participar do conselho de administração de outra empresa, por não ser um “causador de problemas para os gestores”. Santos e Silveira (2007) salientam que os conselheiros externos podem participar de mais empresas, por não terem as atribuições e tempo ocupados tanto quanto os membros internos, que têm ocupações em suas empresas de origem

Em relação à conferida ausência de associação entre o nível de endividamento e o *interlocking* financeiro, tal constatação diverge daquela indicada por Dooley (1969), segundo o qual as empresas mais endividadas são mais propícias à prática do *interlocking* financeiro, devido às questões de monitoramento e redução do risco das empresas financeiras e, conseqüentemente, uma melhor disponibilização de crédito.

Além disso, é necessário que não apenas a empresa não financeira, mas também a empresa financeira tenha interesse em realizar tal conexão, já que o *board interlocking* representa uma relação mútua. Porém, o período analisado abrange um momento de crise financeira no Brasil, a qual pode ter interferido no resultado, pela instabilidade e mesmo pelo alto risco intrínseco às operações financeiras. O estigma da crise também poderia ter um efeito prejudicial sobre a reputação dos diretores e a credibilidade para os interessados valiosos (BHABRA; EISSA, 2017). Portanto, o momento financeiro por que passa o país pode ser um fator que influencie os achados da pesquisa.

Quanto à relação entre o *interlocking* financeiro e o desempenho, verificou-se que tanto as medidas de desempenho quanto a criação de valor não se mostraram significantes na correlação com a prática do *interlocking* financeiro. Tal resultado vai de encontro à conclusão explanada por Ornstein (1984), segundo o qual as práticas contábeis das empresas interligadas se refletem na qualidade dos ganhos e estão significativamente correlacionadas.

Fligstein e Brantley (1992) e Meeusen e Cuyvers (1985) encontraram *interlocking* financeiro associado ao baixo desempenho financeiro. O estudo de Pye *et al.* (2014) evidenciou uma associação negativa entre *board interlocking* e desempenho e sugere que, quando os diretores têm outros compromissos, isso pode reduzir sua habilidade para monitorar ou ajudar suas empresas. Corroborando tal achado, o estudo de Lamb (2017) indica que o número de conexões não influencia o desempenho financeiro de uma empresa.

Segundo Lamb (2017), um argumento plausível para tal associação negativa é que os custos estão associados aos diretores que integram conselho de administração em várias empresas (CORE *et al.*, 1999). Alguns pesquisadores afirmam que a ocorrência de *board interlocking* pode ocupar os membros e influenciar negativamente o desempenho da empresa (CORE *et al.*, 1999; JIRAPORN *et al.*, 2009).

Com base na Teoria da Dependência de Recursos, declara-se que o *board interlocking* dispõe de benefícios para as empresas que o praticam, tais como redução dos riscos, acesso a informações e ainda, redução dos custos de transação (SANTOS; SILVEIRA, 2007). Especificamente o *interlocking* financeiro pode propiciar às empresas não financeiras um relacionamento mais estreito com as empresas financeiras, e estas possibilitarem mais créditos. Por outro lado, as empresas financeiras são capazes de monitorar e analisar de forma mais efetiva a situação de seus devedores, a fim de minimizar os riscos de suas operações financeiras. Porém, percebeu-se que os fatores que influenciam, de acordo com o modelo testado neste estudo, foram o grau de independência do conselho de administração e o tamanho da empresa. Bhabra e Eissa (2017) admitem que a principal fonte de conselhos relacionados a negócios é canalizada para o CEO através de seu vínculo com empresas públicas e privadas, considerado de suma importância para as empresas.

Mizruchi (1996) aponta que é preciso considerar razões explícitas e inadvertidas para a formação de *board interlocking*, tais como colusão, cooptação, monitoramento, legitimidade, avanço profissional e coesão social. A literatura sugere que as conexões interferem nas estratégias, nas estruturas e no desempenho das empresas. Observa-se, portanto, que estudos anteriores oferecem apoio misto para a influência analisada no presente estudo (FLIGSTEIN; MARKOWITZ, 1993; LAMB, 2017; MIZRUCHI, 1996; PYE et al., 2014).

O *board interlocking*, seja entre empresas não financeiras ou financeiras, pode propiciar acesso a informações exclusivas (HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998), obter *expertise* dos gestores (CUNHA; PICCOLI, 2017; DAVIS, 1991), contribuir na busca pelo baixo custo no gerenciamento de riscos (USEEM, 1984) e até mesmo contribuir para uma emissão de sinal da qualidade da empresa ao mercado (KANG, 2008).

Percebe-se, portanto, que usualmente os estudos tratam do *board interlocking* como variável independente, ou seja, um aspecto influenciador. Contudo, há de se destacar que alguns fatores fazem com que as empresas optem por adotar tal prática. Nessa perspectiva, este estudo tem sua significância pelo avanço do tratamento do tema no âmbito científico, principalmente no que se refere ao debate sobre *board interlocking* no Brasil, em que não se localizou nenhuma obra com abrangência de empresas financeiras. Assim, com base na Teoria da Dependência dos Recursos, conclui-se que as empresas buscam o *interlocking* financeiro com o desígnio de auferir melhor desempenho, minimizar o endividamento, mas também por terem maior porte, maior número de conselheiros/diretores e conselho de administração mais independente.

## 5 CONCLUSÃO

Os frequentes debates sobre governança corporativa destacam o conselho de administração e a diretoria executiva no tocante à redução de custos de agência, sobretudo quanto ao monitoramento e ao processo decisório. Nesse sentido, o *board interlocking* constitui um fenômeno relevante a ser compreendido, especialmente quando relacionado a aspectos organizacionais e ao desempenho empresarial, pois ocorre quando um membro do conselho de administração ou diretor participa simultaneamente da gestão de mais de uma empresa, compartilhando *expertise*, modo de gestão, comportamentos e concepções relativas ao processo decisório, entre outras características.

O *interlocking* financeiro, ou seja, as conexões realizadas com empresas financeiras, é provocativo, tendo em vista que são empresas detentoras de recursos e que estão permanentemente realizando operações com outras empresas, em uma relação contratual que requer uma perspectiva futura de pagamento, de forma que minimize o seu risco. Por outro lado, há empresas com características diversas que procuram manter um relacionamento restrito às empresas financeiras, a fim de viabilizar melhores créditos.

Ao desenvolver a metodologia proposta para investigar a relação entre a situação econômico-financeira das empresas brasileiras de capital aberto e a prática do *interlocking* financeiro, as três hipóteses da pesquisa foram refutadas. A primeira delas ( $H_1$ ) foi rejeitada porque o estudo não constatou significância na correlação, nem quanto à dependência da prática do *interlocking* financeiro com o nível de endividamento. A segunda hipótese ( $H_2$ ) também não foi confirmada, pois verificou-se que ter maior ou menor desempenho não influenciou a adoção de *interlocking financeiro*. E quanto à terceira hipótese ( $H_3$ ), verificou-se que apenas o grau de independência e o número de membros no conselho de administração foram considerados fatores organizacionais capazes de influenciar positivamente a probabilidade de prática de *interlocking* financeiro.

Os resultados encontrados nesta pesquisa sugerem que as variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho apresentaram diferenças entre médias estatisticamente significantes, ao se comparar tais variáveis em empresas que praticam e empresas que não praticam o *interlocking* financeiro, constatando-se, assim, que as empresas que praticam *interlocking* financeiro possuem maior número de membros no conselho de administração, maior grau de independência e maior porte.

No tocante à associação entre as variáveis do estudo, observou-se que a prática do *interlocking* financeiro está correlacionada de forma significativa e positiva com as variáveis número de membros no conselho de administração, grau de independência e tamanho.

Quanto à influência na prática de *board interlocking*, foi possível perceber que apenas as variáveis grau de independência do conselho de administração e tamanho da empresa se mostraram relevantes e significantes para o modelo.

Os debates acerca dos fatores relacionados ao *board interlocking* não conduzem a um consenso, especialmente em se tratando de *interlocking* financeiro, já que a maioria dos estudos exclui da análise as empresas financeiras. Nesse sentido, destaca-se que este estudo apresentou contribuições importantes, na medida em que analisa também empresas financeiras e detalha o grau de conexão que estas apresentam quando se trata de conselho de administração e diretoria executiva.

Em relação ao aspecto de causalidade, observou-se que o grau de independência e o tamanho da empresa são fatores preponderantes na opção pela prática de *interlocking* financeiro. Tal resultado pode ser atrelado ao fato de que as empresas maiores buscam mais recursos junto à rede bancária, e que as empresas com maior grau de independência propaguem a ideia de multiplicação da *expertise* por parte do gestor.

Sob o enfoque da Teoria da Dependência de Recursos, observa-se que a hipótese embasada nessa teoria foi refutada quando se trata de *interlocking* financeiro, já que a situação econômico-financeira não apresentou relação com a prática de *interlocking* financeiro. Dessa forma, com base nos resultados das empresas da amostra, não se pode adotar tal teoria como absoluta, porquanto fatores alheios à situação econômico-financeira estariam associados à busca de recursos, isto é, as empresas não dependem em supremacia umas das outras para buscar recursos valiosos, mas a prática de *interlocking* financeiro pode representar uma forma de as empresas procurarem estabelecer vínculos na tentativa de regular sua interdependência, monitoramento e a cooperação com outras empresas.

Contudo, é oportuno ressaltar algumas limitações do estudo. Primeiramente, a análise foi realizada levando em conta o período de apenas um ano, o que pode apresentar vieses, por não considerar um lapso temporal que permita verificar a evolução do tema abordado. Além disso, algumas empresas não apresentaram as informações no Formulário de Referência ou não foram encontradas evidências na base de dados analisada, sendo essa limitação relacionada às variáveis selecionadas e à base de dados. Seria necessário realizar uma investigação em profundidade com as empresas envolvidas no estudo, bem como em um período mais elástico, para se levantar possíveis razões para a adoção da prática de *interlocking* financeiro. Logo, os resultados apresentados não podem ser generalizados. Dessa forma, sugere-se que estudos futuros possam contribuir de forma a aumentar o período de análise, tornar o grau de centralidade do *interlocking* financeiro como variável, bem como acrescentar variáveis ao estudo teórico.

## REFERÊNCIAS

- ARANHA, C.; ROSSONI, L.; MENDES-DA-SILVA, W. Capital social do conselho de administração e desempenho de empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 17, n. 1, p. 15-39, 2016.
- BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Administração estratégica e vantagem competitiva**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 326 p, 2007.
- BAYSINGER, B.; HOSKISSON, R.E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **Academy of Management Review**, v. 15, n. 1, p. 72-87, 1990.
- BAZERMAN, M.; SCHOORMAN, F. D. 1983. A limited rationality model of interlocking directorates. **The Academy of Management Review**, v. 8, n. 2, p. 206-217, 1983.
- BHABRA, H. S.; EISSA, A. H. 2017. **Corporate Financial Distress and CEO Networks**. In: European Financial Management Association Conference Annual. Athens, 2017. Proceedings... Athens, Greece.
- BURT, R. S. **Corporate profits and corporation**. New York: Academic Press, 1983.
- CAMPBELL, R. D., GHOSH, C., PETROVA, M., SIRMANS, C. F. 2011. Corporate governance and performance in the market for corporate control: the case of REIT's. **The Journal of Real State Finance and Economics**, v. 42, n. 4, p. 451-480, 2011.
- CARVALHO, F. M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 871-889, 2010.
- CONNELLY, B. L.; JOHNSON, J. L.; TIHANYI, L.; ELLSTRAND, A. E. More than adopters: competing influences in the interlocking directorate. **Organization Science**, v. 22, n. 3, p. 688-703, 2011.
- CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.
- CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. 2007. **Análise multivariada: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 568 p.
- CUNHA, P.; PICCOLI, M. Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179-196, 2017.
- DA SILVA ROSA, R.; ETHERIDGE, D.; IZAN, H. Y. 2008. **Director Interlocking: What we know and what we are yet to learn**. In: Congresso AFAANZ, 2008. Proceedings... Sydney, Australia, 2008.
- DAVIS, G. F. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 4, p. 583-613, 1991.

- DOOLEY, P. **The interlocking directorate.** *The American Economic Review*, v. 59, n. 3, p. 314-323, 1969.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- FICH, E.; SHIVDASANI, A. Are busy boards effective monitors? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 689-724, 2006.
- FICH, E.; WHITE, L. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 1-2, p. 175-195, 2005.
- FLIGSTEIN, N.; BRANTLEY, P. Bank control, owner control, or organizational dynamics: who controls the large modern corporation? **American Journal of Sociology**, v. 98, n. 2, p. 280-307, 1992.
- FLIGSTEIN, N.; MARKOWITZ, L. **Financial reorganization of American corporations in the 1980s.** In: W. J. Wilson (ed.). *Sociology and the Public Agenda*. Newbury Park, CA, Sage, p. 185-206, 1993.
- HALLOCK, K. Reciprocally interlocking boards of directors and executive compensation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 32, n. 3, p. 331-343, 1997.
- HAUNSCHILD, P. R. Interorganizational imitation: the impact of interlocks on corporate acquisition activity. **Administrative Science Quarterly**, v. 38, n. 4, p. 564-592, 1993.
- HAUNSCHILD, P. R.; BECKMAN, C. M. When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, n. 4, p. 815-844, 1998.
- HSU, W. Y.; PETCHSAKULWONG, P. The impact of corporate governance on the efficiency performance of the Thai non-life insurance industry. **The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice**, v. 35, n. 1, p. 28-49, 2010.
- HUNG, H. A typology of the theories of the roles of governing boards. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 6, n. 2, p. 101-111, 1998.
- JIRAPORN, P.; SINGH, M.; LEE, C.I. Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 5, p. 819-828, 2009.
- KANG, E. Director Interlocks and Spillover Effects of Reputational Penalties from Financial Reporting Fraud. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 3, p. 537-555, 2008.
- KOTZ, D. M. 1978. **Bank control of large corporations in the United States.** Berkeley, CA: University of California Press, 217 p, 1978.
- LAMB, N. H. Does the number of interlocking directors influence a firm's financial performance? An exploratory meta-analysis. **American Journal of Management**, v. 17, n. 2, p. 47-57, 2017.



- LARCKER, D.; SO, E.; WANG, C. 2010. **Boardroom centrality and stock returns**. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper.
- MENDES-DA-SILVA, W. Small Worlds and Board Interlocking in Brazil: A Longitudinal Study of Corporate Networks, 1997-2007. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 4, p. 521-548, 2011.
- MEEUSEN, W.; CUYVERS, L. **The interaction between interlocking directorships and the economic behavior of companies**. In: Stokman, F. N.; Ziegler, R.; Scott, J. (ed.), Networks of corporate power. Cambridge: Polity, p. 45-72, 1985.
- MINTZ, B.; SCHWARTZ, M. **The power structure of American business**. Chicago: Univ. Chicago Press, 327 p, 1985.
- MIZRUCHI, M. S. What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. **Annual Review of Sociology**, v. 22, p. 271-298, 1996.
- MIZRUCHI, M. S.; POTTS, B. B.; ALLISON, D. W. **Interlocking directorates and business transactions: new evidence on an old question**. In: Annual meeting of the American Sociological Association, Miami Beach, 1993. Proceedings... Miami Beach, Florida.
- MIZRUCHI, M. S.; STEARNS, L. B. A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. **Administrative Science Quarterly**, v. 33, n. 2, p. 194-210, 1988.
- OKHMATOVSKIY, I. Sources of capital and structures of influence: banks in the Russian corporate network. **International Sociology**, v. 20, n. 4, p. 427-457, 2005.
- ONG, C.; WAN, D.; ONG, K. An exploratory study on interlocking directorates in listed firms in Singapore. **International Corporate Governance**, v. 11, n. 4, p. 322-334, 2003.
- ORNSTEIN, M. Interlocking directorates in Canada: Intercompany or class alliance? **Administrative Science Quarterly**, v. 29, p. 210-231, 1984.
- PFEFFER, J. Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. **Administrative Science Quarterly**, v. 17, n. 2, p. 218-228, 1972.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The external control of organizations**. New York: Harper and Row, 300 p, 1978.
- PYE, A.; KACZMAREK, S.; KIMINO, S. Interlocking directorships and firm performance in the highly regulated sectors: the moderating impact of board diversity. **Journal of Management & Governance**, v. 18, n. 2, p. 347-372, 2014.
- RIBEIRO, F.; COLAUTO, R. D.; CLEMENTE, A. Determinantes da formação de board interlocking no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 4, p. 398-415, 2016.
- RICHARDSON, R. J. Directorship interlocks and corporate profitability. **Admin. Sci. Q.**, v. 32, n. 3, p. 367-86, 1987.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor da empresa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 125-163, 2007.

SCHOORMAN, F.; BAZERMAN, M.; ATKIN, R. Interlocking directorates: a strategy for reducing environmental uncertainty. **Academy of Management Review**, v. 6, n. 2, p. 243-251, 1981.

SHI, L.; DHARWADKAR, R.; HARRIS, D. **Board interlocks and earnings quality** [Working Paper]. Social Science Research Network. 2013.

USEEM, M. **Inner Circle: Large corporations and the rise of business political activity in the U.S. and U.K.** Oxford: Oxford University Press, 264 p., 1984.

## CRESCIMENTO FINANCIADO EXTERNAMENTE E QUALIDADE DO *DISCLOSURE*: UMA ANÁLISE EMPÍRICA<sup>11</sup>

Lineker Costa Passos<sup>12</sup>

Kassy Modesto da Silva<sup>13</sup>

Rafael Sales Almendra<sup>14</sup>

**Resumo:** A pesquisa teve por objetivo investigar se o crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo é afetado pelo nível de qualidade do *disclosure* praticado no contexto do mercado de capitais brasileiro. Utilizando amostra de firmas que compõem as carteiras dos índices de governança corporativa da Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>) e cumulativamente participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa de tal bolsa de valores – 99 firmas, no período de 2010 a 2014 - estimou-se o crescimento possibilitado pelo financiamento externo a partir da abordagem da percentagem de vendas para o planejamento financeiro, de acordo com Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998), (2002). A fim de medir o nível de qualidade do *disclosure* das firmas, utilizou-se uma medida qualitativa: o Troféu Transparência da ANEFAC. A hipótese de que há relação positiva entre o crescimento financiado externamente e a qualidade do *disclosure* foi testada por Regressão Linear Múltipla com estimação por *Generalized Method of Moments* (Sys-GMM). A qualidade do *disclosure* não se mostrou significativa em afetar positivamente o crescimento das firmas possibilitado pelo canal de financiamento externo, o que permite rejeitar a hipótese levantada. Infere-se que a qualidade do *disclosure* não contribui marginalmente para firmas apresentarem crescimento possibilitado pelo financiamento externo.

**Palavras-chave:** Crescimento das firmas. *Disclosure*. Regressão logística.

---

<sup>11</sup> Artigo original apresentado e publicado nos anais do XL EnANPAD 2016.

<sup>12</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>13</sup> Especialização em Gestão Pública pelo Instituto de Ensino Superior de Fortaleza

<sup>14</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

## 1 INTRODUÇÃO

A disponibilidade de informações é presumidamente determinante chave para eficiência das decisões de alocações de recursos e crescimento numa economia (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004). Neste sentido, a abrangente disponibilidade de informações relevantes das companhias para seus investidores externos caracteriza o que se conhece por *disclosure* (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004).

Tal disponibilidade de informações junto ao mercado tem por função a redução da assimetria informacional entre os agentes das firmas e os demais participantes do mercado (LOPES; MARTINS, 2005), bem como a redução dos custos de agência (WATSON, 2002).

A literatura em finanças corporativas enfatiza a importância da assimetria informacional e os custos de agência em influenciar o crescimento das firmas através de seu impacto na eficiência dos investimentos das firmas (STEIN, 2003). Tais distorções limitam o acesso das firmas a financiamento externo a baixo custo e limitam a capacidade de tais agentes em buscar projetos potencialmente lucrativos (DEMIRGUC-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998).

Por seu turno, a teoria do *disclosure* estabelece que uma política ampla de *disclosure* poderá melhorar o acesso das firmas a financiamento externos de baixo custo através da redução da assimetria informacional e os conflitos de agência (VERRECHIA, 2001). Ademais, Bushman e Smith (2001) apontam que uma ampla política de *disclosure* contribui diretamente para a performance econômica por disciplinar a gestão eficiente de ativos, melhor seleção de projetos e reduzir a expropriação de riqueza dos investidores por gestores.

Diversas pesquisas envolvendo a temática *disclosure* têm sido desenvolvidas predominantemente, em âmbito internacional, com ênfase em verificar a relação entre a política de *disclosure* e o custo externo de financiamento das firmas, evidenciando haver uma relação negativa entre tais atributos, isto é, quanto mais ampla a política de *disclosure* menor o custo externo de financiamento das firmas (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2001; HAIL, 2002). No contexto nacional, também se destacam pesquisas com esse foco, destacando-se as pesquisas de Alencar (2005) e Nakamura *et al* (2006), as quais não encontraram relação entre *disclosure* e custo de capital das firmas brasileiras.

Diferentemente da ênfase das pesquisas supra, algumas pesquisas investigaram especificamente a relação entre a política de *disclosure* e o crescimento das firmas possibilitado pelo canal de financiamento externo, evidenciando como resultado existir uma relação positiva entre tais atributos, isto é, quanto maior o *disclosure*, ou qualidade deste, maior aquele crescimento (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006; HYYTINEN; PAJARINEN, 2005). No contexto

nacional, não se localizaram estudos empíricos que dão ênfase a tal relação (*disclosure* - crescimento das firmas).

Diante do exposto, e levando-se em consideração a importância do *disclosure* para o crescimento das firmas, a pesquisa norteia-se pela seguinte questão: Qual a relação entre o crescimento possibilitado pelo financiamento externo e a qualidade do *disclosure* praticado por firmas no mercado de capitais brasileiro?

O crescimento financiado externamente foi estimado pela abordagem da percentagem de vendas para o planejamento financeiro, de acordo com Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998), (2002), ao passo que a qualidade do *disclosure* foi mensurada segundo a presença de firmas no Troféu Transparência da ANEFAC.

A pesquisa se mostra relevante por ampliar as discussões acerca da temática *disclosure* no cenário brasileiro, onde a predominância tem sido de estudos voltados para relação entre tal temática e atributos da estrutura de capital. Ademais, os resultados desta pesquisa contribuem para a crescente literatura em finanças corporativas e crescimento, principalmente no que tange ao cenário brasileiro, no qual verifica-se a incipiência da literatura que aborda a relação entre o crescimento das firmas e sua política de *disclosure*. Destarte, investiga-se a importância do *disclosure* para as firmas brasileiras, relatando sua influência no crescimento destas.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE**

O suporte conceitual que propugna que uma ampla política de evidenciação de informações contábeis reduziria a assimetria informacional e, por conseguinte, o custo de financiamento externo, sustenta-se na teoria do *disclosure*, destacando-se nessa linha de investigação as contribuições de Dye (2001) e Verrecchia (2001).

A pesquisa sobre a temática *disclosure* pode ser classificada em três categorias, conforme aponta Verrecchia (2001): a primeira analisa a associação da divulgação com o comportamento dos investidores (*association-based disclosure*), a segunda investiga razões que influenciam a divulgação de informações pelos gestores e pelas firmas (*discretionary-based disclosure*) e a terceira analisa arranjos de divulgação na ausência de conhecimento prévio da informação (*efficiency-based disclosure*). A presente pesquisa se fundamenta, segundo a classificação de Verrecchia (2001), como pesquisa de divulgação baseada na discricionariedade, também conhecida como Teoria do *Disclosure* Voluntário (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). Segundo essa teoria, a divulgação é um processo endógeno, sendo que os gestores e as firmas recebem estímulos para divulgar informações de forma voluntária.

Verrechia (2001) recomenda a redução da assimetria informacional como veículo para integrar a eficiência da escolha da política de *disclosure*. Acerca da assimetria informacional, Myers e Majluf (1984) argumentam que tal distorção pode aumentar os custos de financiamento externo das firmas, forçando-as a renunciarem potenciais projetos lucrativos, o que influenciaria seu crescimento. Tais autores posicionam ainda que, dada a presença de assimetria informacional, o crescimento das firmas estará restrito ao uso de seus recursos internos.

A teoria do *disclosure* estabelece que um alto nível de *disclosure* poderá reduzir o custo de financiamento externo pela redução da assimetria informacional entre investidores e gestores (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006). Cumpre destacar que tal benefício resultante de uma ampla política de *disclosure* (acesso a financiamento externo de baixo custo) não deve ser igual para todas as firmas (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006). Por exemplo, uma firma com recursos internos suficientes para financiar suas oportunidades de investimentos é menos provável de beneficiar-se de uma política ampla de *disclosure*; ao passo que uma firma com recursos internos limitados para financiar suas oportunidades de investimentos poderá se beneficiar de uma política ampla de *disclosure* se um maior *disclosure* melhorar a capacidade da firma em perseguir potenciais projetos lucrativos em função de seu acesso a financiamento externo a baixo custo (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006).

Neste sentido, o *disclosure* possui importante papel em limitar os custos de seleção adversa ligados à assimetria informacional, afetando ainda investimentos, produtividade e o valor adicionado da firma, uma vez que poderá reduzir os custos de agência (VERRECHIA, 1983; BUSHMAN; SMITH, 2001).

Na medida em que a firma divulga informações, ela poderia melhorar a eficiência dos seus investimentos, diminuindo seu custo de financiamento externo, através da redução dos problemas decorrentes dos conflitos de agência e da assimetria informacional (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006). Para tanto, tais autores mencionam três considerações importantes.

Primeiro, apesar dos benefícios da divulgação, a empresa deve considerar a existência de um nível ótimo de divulgação, em virtude da existência de custos associados a essa divulgação (VERRECHIA, 1983). Segundo, as empresas tendem a recorrer aos mercados de dívida privada, pois fornece um canal em que a empresa não sofre as consequências adversas da divulgação pública de informações. Terceiro, o benefício de uma ampla política de divulgação pode não ser igual para todas as empresas, tendendo a ser superior em empresas com recursos internos mais limitados, tendo em vista uma maior necessidade de buscar recursos de fontes externas.

A literatura existente sugere que uma política de *disclosure* é um mecanismo benéfico pelo qual uma firma pode baixar seus custos de financiamento externo e melhorar sua capacidade de

financiar oportunidades de crescimento (VERRECHIA, 2001; BUSHMAN; SMITH, 2001; STEIN, 2003).

Conforme Verrechia (2001), uma ampla e confiável política de *disclosure* pode melhorar a eficiência dos investimentos por mitigar a assimetria informacional e os conflitos de agência. Dessa forma, tal política poderá servir para melhorar o acesso das firmas a financiamento externo de baixo custo e financiar suas oportunidades de crescimento (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006).

Nesse contexto, é provável que firmas com políticas de *disclosure* confiáveis (de alta qualidade) acessem fontes de financiamento externo de menor custo quando comparadas a firmas com políticas de *disclosure* de baixa qualidade e, portanto, exibam maior crescimento que estas últimas. Khurana, Pereira e Martin (2006) e Hyytinen e Pajarinen (2005) apresentaram evidências nessa direção, de que a política de *disclosure* afeta o crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo.

Khurana, Pereira e Martin (2006) investigaram a relação entre o nível do *disclosure* e o crescimento financiado externamente das firmas no mercado americano no período 1984-1994. Os autores utilizaram como *proxy* para nível do *disclosure* a avaliação do *disclosure* público corporativo feita por analistas, obtidas através do *Report Corporate Information Committee*. A pesquisa evidenciou como achado a existência de uma relação positiva entre a política de *disclosure* das firmas e o seu índice de crescimento financiado externamente.

Similarmente, Hyytinen e Pajarinen (2005) investigaram a relação entre a qualidade do *disclosure* e o crescimento financiado externamente no mercado finlandês considerando o período 1997-1998. A variável qualidade do *disclosure* foi estimada utilizando-se como *proxy* a qualidade de auditoria, assumindo-se valor 1 se a firma é auditada por uma das *Big Five* (Arthur Andersen, Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG and PriceWaterhouseCoopers) ou 0, caso contrário. Os resultados da pesquisa apontaram haver uma relação positiva entre a qualidade do *disclosure* da firma e seu índice de crescimento financiado externamente.

Destaca-se ainda a pesquisa de Albring *et al.* (2013), os quais investigaram, no mercado americano, no período de 1997 a 2005, os efeitos da reapresentação de demonstrações financeiras no crescimento das firmas. Ressalte-se que as reapresentações contábeis se relacionam diretamente com a política de *disclosure* das firmas, especificamente na credibilidade desta política. Tais autores demonstraram como resultado a existência de uma relação negativa entre republicação de demonstrações financeiras e o crescimento das firmas, isto é, firmas que reapresentam tais demonstrações tendem a ter baixos índices de crescimento financiado externamente.

No cenário nacional, contudo, não se localizaram estudos que investigaram especificamente a relação entre a qualidade do *disclosure* e o crescimento das firmas, o que torna o desenvolvimento desta pesquisa relevante para o contexto brasileiro.

Por todo o exposto, dado que a política de *disclosure* poderá afetar o crescimento das firmas através do canal de financiamento externo, apresentando firmas com altos índices de crescimento através desse canal (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006); e com base nas evidências empíricas já apontadas (HYYTINEN; PAJARINE, 2005; KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006), adotou-se a hipótese de que a qualidade do *disclosure* afeta positivamente o crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo, *ceteris paribus*.

### 3 METODOLOGIA

A população da pesquisa reuniu as sociedades por ação de capital aberto do Brasil com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>), participantes das carteiras teóricas dos índices de governança da referida bolsa de valores (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - IGCX, Índice Governança Corporativa Trade – IGCT, Índice Governança Corporativa – Novo Mercado – IGC-NM e Índice de Ações com Tag Along Diferenciado – ITAG) e dos níveis diferenciados de governança corporativa (N1, N2 e NM) daquela bolsa de valores. Esse tipo de firma foi escolhido intencionalmente por denotarem ao mercado como sendo as mais transparentes, uma vez que compõem as carteiras teóricas dos índices de governança da B<sup>3</sup>. Como data-base tem-se o dia 10/09/2015.

Foram apreciados eventos no período de 2010 a 2014, considerando a disponibilidade de dados para o processamento dos modelos. Assim, a amostra da pesquisa, ao termo, ficou constituída por 99 firmas, correspondendo a 489 observações-ano, após a exclusão de firmas e observações devido ao fato de não ter acesso a informações para cálculo das variáveis ou por apresentarem alguma inconsistência nos dados. Além disso, para reduzir a influência de eventuais *outliers*, aplicou-se a técnica *winsorized* nos percentis 5 e 95 nas variáveis quantitativas do estudo (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2012; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006).

Utilizou-se de dados secundários provenientes da base de dados Economática®, das demonstrações financeiras padronizadas disponíveis nos portais institucionais da B<sup>3</sup> e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como o histórico de empresas premiadas com o Troféu Transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade – ANEFAC, disponível no sítio da FIPECAFI.



No desenho da pesquisa, estimou-se a variável representativa do crescimento possibilitado pelo financiamento externo (CFE) a partir da abordagem da percentagem de vendas para o planejamento financeiro, de acordo com Demircuc-Kunt e Maksimovic (1998), (2002), a qual estima o índice máximo de crescimento que pode ser financiado internamente. Sob certas assunções (HIGGINS, 1977; DEMIRGUC-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998), o modelo de planejamento financeiro implica que a necessidade de financiamento de uma firma no tempo  $t$  pode ser expressa da seguinte forma:

$$EFN_t = [g_t \times A_t] - [(1 + g_t) \times (E_t \times b_t)] \quad (1)$$

Onde  $EFN_t$  é a medida de necessidade de financiamento externo;  $g_t$  o índice de crescimento em vendas no período  $t$ ;  $A_t$  os ativos de uma firma no período  $t$ ;  $E_t$  o lucro líquido no período  $t$ ; e  $b_t$  a proporção de lucros da firma que são retidos para reinvestimento no período  $t$ .

A expressão do lado direito da equação (1) representa a diferença entre o investimento requerido para uma firma crescendo em  $g_t$  e o capital disponível internamente para o investimento. Assumindo EFN ser zero, computam-se três medidas de crescimento restrito  $g_t$ , denotadas índice de crescimento financiado internamente (CFI), índice de crescimento financiado por curto prazo (CFC) e o índice de crescimento máximo sustentável (CFS). CFI, a estimativa mais conservadora, representa o índice máximo que pode ser obtido se uma firma se baseia apenas em seus recursos internos e seu índice *payout* é assumido constante. Para estimar CFI, define-se  $EFN_t$  como zero e calcula-se a variável  $g_t$  utilizando a equação (1). O índice de crescimento reduz-se a:

$$CFI_t = (ROA_t \times b_t) / (1 - ROA_t \times b_t) \quad (2)$$

Onde  $ROA_t$  corresponde à razão entre lucros líquidos e ativos totais.

$CFC_t$  representa o índice máximo de crescimento que pode ser obtido através de fluxos de caixa internos e dívida de curto prazo. O crescimento estimado,  $CFC_t$ , é obtido definindo  $b_t$  na equação (2) como 1, implicando o índice *payout* ser zero. Como resultado, o índice de crescimento implícito da firma é:

$$CFC_t = ROLTC_t / (1 - ROLTC_t) \quad (3)$$

Onde  $ROLTC_t$  corresponde à razão entre lucros líquidos do período e capital de longo prazo (Ativo Total\*(1 - Passivo Circulante/Ativo Total)).

A terceira medida estimada de crescimento restrito,  $CFS_t$ , representa o índice máximo de crescimento que pode ser obtido através de fluxos de caixa interno e dívida de curto e longo prazo. Essa estimativa assume que o índice *payout* é zero e que a firma não emitiu ações ou aumentou sua alavancagem além do nível de crescimento realizado.  $CFS_t$  é obtido definindo  $b_t$  na equação (2) como 1 e usando o valor contábil do patrimônio líquido em substituição ao Ativo Total. Define-se

$EFN_t$  como zero e calcula-se a variável  $g_t$  utilizando a equação (1) para derivar o índice de crescimento implícito:

$$CFS_t = ROE_t / (1 - ROE_t) \quad (4)$$

Onde  $ROE_t$  é a razão entre o lucro líquido do período e o valor contábil do patrimônio líquido.

Em seguida, calcularam-se as três métricas para a *proxy* do crescimento financiado externamente (CFE) para cada firma em dado ano (DEMIRGUC-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998). A diferença entre o índice de crescimento de vendas de cada firma e o índice de crescimento financiado internamente (CFI) predito de cada firma é denotada como E.CFI. A segunda métrica corresponde à diferença entre o índice de crescimento de vendas e seu índice de crescimento financiado por curto prazo (CFC), denotada como E.CFC. A terceira métrica é a diferença entre o índice de crescimento de vendas e seu índice de crescimento financiado por fluxos de caixa interno e por dívidas de curto e longo prazo (CFS), denotada como E.CFS. Convém destacar que firmas com resultados negativos não são suscetíveis de ter fundos (gerados a partir de seus ganhos atuais) disponíveis para financiar seu crescimento; dessa forma, define-se CFI, CFC e CFS iguais a zero para firmas que apresentaram prejuízo em dado ano (ALBRING *et al.*, 2013).

Por sua vez, para a variável representativa da política *Disclosure* (DSC), utilizou-se uma medida que reflete a qualidade do *disclosure*: o Troféu Transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade – ANEFAC (ALENCAR, 2005).

O prêmio ANEFAC é concedido de forma anual desde 1997, premiando empresas que apresentaram demonstrações consideradas mais amplas e detalhadas (ALENCAR, 2005). Dentre os critérios de seleção das empresas, destacam-se: qualidade e grau das informações contidas nas demonstrações e notas explicativas, transparência das informações prestadas, qualidade do relatório da administração e sua consistência com as informações divulgadas, aderência aos Princípios Contábeis, dentre outros (ANEFAC, 2016).

O processo de julgamento para definição das vencedoras compreende duas fases. Na primeira fase, discentes do curso de Mestrado e Doutorado em Controladoria e Contabilidade da FEA/USP, orientados por professores da Universidade de São Paulo (USP), analisam as demonstrações contábeis, verificando seus quesitos técnicos preestabelecidos, para que seja considerado transparente (ANEFAC, 2016). Na segunda fase, são selecionadas 24 ganhadoras do Troféu Transparência pela comissão julgadora (composta por especialistas da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAP e a ANEFAC), divididas em 3 (três)

categorias: empresas de capital aberto com faturamento acima de R\$ 5 bilhões, empresas de capital aberto com faturamento até R\$ 5 bilhões e empresas de capital fechado (ANEFAC, 2016).

A variável representativa do *disclosure* corresponde a uma variável dicotômica, que considera a presença ou ausência de firmas na lista de empresas premiadas pela ANEFAC em cada ano; computa-se 1 caso a firma tenha sido premiada em dado ano ou 0 caso não tenha sido premiada.

Com o objetivo de verificar a existência da relação entre a qualidade do *disclosure* e o crescimento financiado externamente das firmas, delineou-se o seguinte modelo:

$$CFE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DSC_{it} + \beta_2 DIV_{it}/AT_{it} + \beta_3 \Delta LL_{it}/VL_{it} + \beta_4 \Delta VL_{it}/AT_{it} \\ + \beta_5 LOG\_AT_{it} + \beta_6 Qtobin_{it} + \beta_7 ELP_{it}/AT_{it} + \beta_n D\_ANO \\ + \beta_n D\_SETOR + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

CFE = medida que capta a presença de firmas com crescimento possibilitado pelo financiamento externo, representada por E.CFI, E.CFC e E.CFS;

DSC = qualidade do *disclosure*;

DIV/AT = razão entre dividendos totais e ativos totais;

$\Delta LL/VL$  = razão entre lucros líquidos e vendas líquidas (margem líquida);

$\Delta VL/AT$  = razão entre as vendas líquidas e ativos totais (giro do ativo);

LOG\_AT = log natural do ativo total;

Qtobin = (valor de mercado – valor de livro + ativos totais) / ativos totais;

ELP/AT = razão entre o endividamento de longo prazo e os ativos totais;

D\_ANO = *dummies* para os anos amostrados;

D\_SETOR = *dummies* para os setores das firmas da amostra;

$\varepsilon$  = termo de erro do modelo.

Incluíram-se as variáveis de controle DIV/AT,  $\Delta LL/VL$ ,  $\Delta VL/AT$ , LOG\_AT, Qtobin e ELP/AT. As variáveis DIV/AT,  $\Delta LL/VL$ ,  $\Delta VL/AT$ , LOG\_AT e ELP/AT representam controle para a extensão de disponibilidade de fundos internos/externos, ao passo que a variável Qtobin exerce controle para oportunidades de crescimento (KHURANA; PEREIRA; MARTIN, 2006). São esperadas as seguintes associações entre essas variáveis e as medidas de crescimento financiado externamente seguindo Khurana, Pereira e Martin (2006): (i) associação negativa para as medidas DIV/AT,  $\Delta LL/VL$  e LOG\_AT; (ii) associação positiva para as medidas Qtobin e ELP/AT; (iii) não se determina associação para medida  $\Delta VL/AT$ . Ademais, também se adicionou *dummies* para

controlar possíveis efeitos temporais e advindos dos setores das firmas (utilizou-se os setores disponibilizados pela base Económica®).

Baseando-se na hipótese proposta, espera-se que a qualidade do *disclosure* esteja associada positivamente ao crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo, sustentando-se na teoria do *disclosure* e nos achados de Hyytinen e Pajarine (2005) e Khurana, Pereira e Martin (2006), os quais demonstraram haver uma relação positiva entre a política de *disclosure* e o crescimento das firmas.

A estimação dos coeficientes do modelo (1) se deu por meio do *System Generalized Method of Moments* (SYS-GMM). O estimador apresenta robustez de estimação na presença de endogeneidade e de auto correlação serial, utilizando-se de variáveis instrumentais sequencialmente exógenas (BARROS et al., 2010). Tal estimação realizada com correção de variância para amostras finitas, conforme proposto por Windmeijer (2005), no sentido de se corrigir a heterocedasticidade dos resíduos da regressão.

A existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes foi realizada a partir da análise de correlação; já possíveis problemas de auto correlação dos resíduos foram testados segundo os testes de Arellano e Bond (1991). Esses problemas se mostraram ausentes segundo os testes (não reportados). O Hansen Test, que não apresentou significância em todas as regressões, permite afirmar que os instrumentos utilizados na estimação são exógenos, confirmando a eficiência de estimação por meio do GMM-SYS. Ademais, os resíduos não apresentaram distribuição normal, condição que não é crítica em função da propriedade de estimadores com distribuição assintótica normal, à medida que a amostra aumenta de tamanho (PASSOS; COELHO, 2019).

#### **4 ANÁLISE DOS RESULTADOS**

A Tabela 1 apresenta medidas descritivas das variáveis do estudo. Consta-se que, em média, as firmas da amostra exibem crescimento possibilitado pelo financiamento externo, conforme se observam as médias positivas de E.CFI e E.CFC. Por outro lado, em média, as firmas não exibem crescimento que excede seus recursos internos e dívida de curto prazo, conforme sinalizam a média negativa de E.CFC. Ressalte-se que mínimos e máximos de E.CFI, E.CFC e E.CFS revelam variabilidade na extensão com que firmas crescem mais rapidamente que seus índices de crescimento possibilitado por recursos internos, dívida de curto prazo e longo prazo.

Tabela 1 Estatística descritiva das variáveis quantitativas do estudo

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Coefficiente de Variação
E.CFI	0,094	0,06	0,150	-0,134	0,458	1,596
E.CFC	0,051	0,011	0,154	-0,200	0,418	3,020
E.CFS	-0,020	0,000	0,177	-0,349	0,378	-8,850
DSC	0,092	0,000	0,289	0,000	1,000	3,141
DIV/AT	0,025	0,016	0,028	0,000	0,100	1,120
$\Delta$ LL/VL	-0,004	-0,002	0,065	-0,161	0,129	-16,250
$\Delta$ VL/AT	0,013	0,004	0,106	-0,214	0,241	8,154
LN_AT	15,313	15,213	1,273	13,257	17,612	0,083
QTOBIN	2,252	2,010	0,748	1,390	4,166	0,000
ELP/AT	0,313	0,316	0,140	0,058	0,559	0,447

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 1 também aponta para poucas firmas da amostra com presença na medida de qualidade do *disclosure*, correspondendo a cerca de 9,2% da amostra. Observa-se, ainda, a alta variabilidade das variáveis, com exceção de LN.AT e QTOBIN, conforme sinalizam seus elevados coeficientes de variação (maior que 100%), resultado similar ao apontado por Albring *et al.* (2013).

Na Tabela 2 são apresentados coeficientes de correlação de Pearson e Spearman entre as medidas de Crescimento Financiamento Externamente, Qualidade do *Disclosure* e as variáveis de controle consideradas na pesquisa. Observa-se que a medida representativa da Qualidade do *Disclosure* (DSC) se associa negativamente à medida E.CFS, sugerindo que firmas com maior qualidade do *disclosure* se associam a menores índices de crescimento que excedem recursos internos e dívidas de curto/longo prazo, tal associação contrária ao que se esperava, conforme Albring *et al.* (2013), Hyytinen e Pajarine (2005) e Khurana, Pereira e Martin (2006).

Tabela 2 Correlações entre medidas de Crescimento Financiamento Externamente, Qualidade do *Disclosure* e variáveis de controle

	Expectativa	Coeficientes Pearson			Coeficientes Spearman		
		E.CFI	E.CFC	E.CFS	E.CFI	E.CFC	E.CFS
DSC	+	-0,05	-0,05	-0,09***	-0,05	-0,05	-0,11**
DIV/AT	-	-0,03	-0,26***	-0,40***	0,05	-0,21***	-0,39***
$\Delta$ LL/VL	-	0,31***	0,23***	0,12**	0,29***	0,20***	0,10**
$\Delta$ VL/AT	?	0,69***	0,62***	0,50***	0,71***	0,61***	0,45***
LN_AT	-	0,02	0,11**	0,10**	0,03	0,14***	0,10**
QTOBIN	+	0,14***	0,06	-0,14***	0,21***	-0,03	-0,13***
ELP/AT	+	0,08*	0,18***	0,03	0,09*	0,20***	0,02

\* Significância ao nível de 10%. \*\* Significância ao nível de 5%. \*\*\* Significância ao nível de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Pela Tabela 2, também se constata que apenas DIV/AT e ELP/AT apresentaram comportamento similar ao que já foi reportado na literatura. Por outro lado,  $\Delta LL/VL$  apresentou associação positiva com todas as medidas de crescimento possibilitado pelo financiamento externo, sugerindo que maior disponibilidade de recursos internos decorrentes de maiores margens não impede que firmas exibam crescimento possibilitado pelo financiamento externo. LN\_AT, por sua vez, apresentou associação positiva com duas das medidas de crescimento financiado externamente, sugerindo que firmas maiores também exibem crescimento possibilitado pelo financiamento externo. Por fim, QTOBIN apresentou associação positiva com o índice de crescimento que excede recursos internos e negativa com o índice de crescimento que excede recursos internos e dívida de curto/longo prazo, sugerindo que a relação entre oportunidades de crescimento e o crescimento possibilitado pelo financiamento externo parece depender do canal de financiamento externo acessado pelas firmas.

Na Tabela 3 se apresentam resultados dos testes em que se examina o impacto de DSC nas medidas de Crescimento Financiado Externamente. Nas estimações, foram identificadas como endógenas as variáveis representativas do Crescimento Financiado Externamente, DSC e as variáveis de controle, com exceção das *dummies* para setores e anos, utilizando-se a segunda defasagem dessas variáveis como instrumento. As *dummies* para setores e anos foram tratadas como exógenas.

Tabela 3 Impacto da Qualidade do *Disclosure* no Crescimento Financiado Externamente

Coeficientes	Expectativa	Medidas de Crescimento Financiado Externamente		
		E.CFI	E.CFC	E.CFS
E.CFI <sub>t-1</sub>	?	-0,04		
E.CFC <sub>t-1</sub>	?		0,02	
E.CFS <sub>t-1</sub>	?			-0,08
DSC	+	0,05	0,03	-0,00
DIV.AT	-	0,80	-0,32	-1,30
$\Delta LL.VL$	-	0,12	0,09	-0,52**
$\Delta VL.AT$	?	1,22***	1,19***	1,12***
QTOBIN	+	0,02	-0,03	-0,04
ELP.AT	+	0,47	0,36	0,28
LN.AT	+	-0,03	0,01	0,01
Constante	?	0,38	-0,06	-0,14
<i>Dummies</i> para anos		Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> para setores		Sim	Sim	Sim
Estat. F		62,48***	5,15***	5,38***
AR(1)		-3,87***	-3,96***	-3,25***
AR(2)		0,39	0,58	0,74
Hansen test		27,54	29,07	26,95

Nota: N° de observações = 387. N° de instrumentos = 52.

\* Significância ao nível de 10%. \*\* Significância ao nível de 5%. \*\*\* Significância ao nível de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Constata-se que DSC não afeta nenhuma das medidas de crescimento possibilitado pelo financiamento externo, conforme se observa seus coeficientes não significantes. Esperava-se, de outra parte, que DSC afetasse positivamente as medidas E.CFI, E.CFC e E.CFS, conforme já reportado por Albring *et al.* (2013), Hyytinen e Pajarine (2005) e Khurana, Pereira e Martin (2006).

Dentre as variáveis de controle utilizadas na estimação, apenas  $\Delta VL.AT$  se mostrou significativa em afetar positivamente todas as medidas de crescimento possibilitado pelo financiamento externo. Nesse sentido, firmas com maior giro de ativo, representado pela variável  $\Delta VL.AT$ , incrementam o crescimento financiado externamente, conforme se depreende da relação positiva e significativa da variável que representa o giro do ativo. Tal achado é corroborado por Khurana, Pereira e Martin (2006).

Ressalte-se a medida  $\Delta LL/VL$  se mostrou significativa em afetar a medida E.CFS, representativa do crescimento que excede o índice crescimento possibilitado por recursos internos e dívida de curto/longo prazo, sugerindo que firmas com menor margem e, portanto, menos recursos internos, exibem crescimento possibilitado pelo canal de financiamento externo, alinhando-se ao reportado por Albring *et al.* (2013). Por fim, as demais variáveis de controle não se mostraram significantes em afetar qualquer das medidas de crescimento possibilitado pelo financiamento externo.

Com base nos achados, rejeita-se a hipótese de que a qualidade do *disclosure* afeta positivamente o crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo. Infere-se, portanto, que a qualidade do *disclosure* não é atributo diferenciador de firmas que exibem crescimento possibilitado pelo canal de financiamento externo.

## 5 CONCLUSÃO

Objetivou-se averiguar se a qualidade do *disclosure* impacta o crescimento das firmas, no Brasil, através do canal de financiamento externo. Tal efeito se daria em função do efeito benéfico da qualidade do *disclosure* em contribuir para que firmas acessem fontes de financiamento externo ao menor custo e, por decorrência, apresentariam maior crescimento que firmas que praticam políticas de *disclosure* de menor qualidade.

O crescimento possibilitado pelo financiamento externo (CFE) foi estimado pela abordagem da percentagem de vendas para o planejamento financeiro, de acordo com Demirguc-Kunt e Maksimovic (1998), (2002), ao passo que a qualidade do *disclosure* (DSC) foi mensurada pela presença das firmas na premiação concedida por meio do Troféu Transparência da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade – ANEFAC.

Com suporte nas evidências, pôde-se rejeitar a hipótese de que a qualidade do *disclosure* afeta positivamente o crescimento das firmas possibilitado pelo financiamento externo. Políticas de *disclosure* amplas e confiáveis não parecem ser atributo diferenciador para que firmas obtenham crescimento que requeiram o acesso ao canal de financiamento externo.

A pesquisa se limitou principalmente pela *proxy* utilizada para a qualidade do *disclosure*, bem como pelo curto intervalo de tempo considerado, razões pelas quais se sugere que futuras pesquisas adotem tanto outras *proxies* para a mensuração da qualidade do *disclosure* das firmas quanto intervalo de tempo maior de investigação. Ademais, também se sugere expansão da amostra de firmas pesquisadas, uma vez que as firmas ausentes da amostra desta pesquisa podem contribuir para maior entendimento da questão no contexto do mercado de capitais brasileiro.

## REFERÊNCIAS

ALBRING, S. M.; HUANG, S. X.; PEREIRA, R.; XU, X. The effects of accounting restatements on firm growth. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 5, p. 357-376, 2013.

ALENCAR, R. C. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 1-12, 2005.

ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. Disponível em: <<https://www.anefac.org/>>.

BARROS, L. A. B. C.; CASTRO JUNIOR, F. H. F.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R. **A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação.** 2010. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593187](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593187). Acesso em: 02 ago. 2016.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**. Vol 72, n. 3, July 1997, p. 323-349.

BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE Marlene A. **Estimating expected cost of capital: a theory-based approach.** Working paper. SSRN, 2001. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279309](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279309)>. Acesso em: 18 maio 2015.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32 p. 237-333, 2001.

BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D.; SMITH, Abbie J. What determines corporate transparency?. **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.



CRISÓSTOMO, V.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F.; VALLELADO, E. Firm size matters for financial constraints: evidence from Brazil. **Sistemas & Gestão**, v. 7, n. 3, p. 490-501, 2012.

DEMIRGUC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Law, Finance, and Firm Growth. **Journal of Finance**, 53, p. 2107-2137, 1998.

\_\_\_\_\_. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 337-363, 2002.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 181-235, 2001.

HIGGINS, Robert C. How much growth can a firm afford?. **Financial management**, p. 7-16, 1977.

HYYTINEN, Ari; PAJARINEN, Mika. External finance, firm growth and the benefits of information disclosure: Evidence from Finland. **European Journal of Law and Economics**, v. 19, n. 1, p. 69-93, 2005.

KHURANA, Inder K.; PEREIRA, Raynolde; MARTIN, Xiumin. Firm growth and disclosure: An empirical analysis. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 41, n. 02, p. 357-380, 2006.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2005.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, E. F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006.

PASSOS, Lineker Costa; COELHO, Antonio Carlos. Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro. **Revista Universo Contábil**, v. 15, n. 1, p. 131-150, nov. 2019.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

STEIN, J. Agency Costs, Information, and Capital Investment. In: **Handbook of the Economics of Finance**, G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz, eds. Boston, MA: Elsevier/North-Holland, 2003.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, n. 1, p. 179-194, 1983.

\_\_\_\_\_. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. **British Accounting Review**, v. 34, n. 4, p. 289-313, 2002.

WINDMEIJER, F. A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. **Journal of econometrics**, v. 126, n. 1, p. 25-51, 2005.

## **DIVULGAÇÃO DAS PROVISÕES JUDICIAIS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE EMPRESAS DO SETOR FARMACÊUTICO BRASILEIRO**

**Donizete Carneiro Cardoso<sup>15</sup>**

**Allan Pinheiro Holanda<sup>16</sup>**

**Resumo:** O objetivo desta pesquisa é comparar o nível de divulgação sobre provisões para contingências nos Resultados das Companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, a partir de análises das demonstrações contábeis de cada uma das companhias, durante os anos de 2011 a 2017. Com relação à metodologia, apresenta-se com cunho descritivo frente aos objetivos. Acerca dos procedimentos, pesquisa documental e bibliográfica. Sobre a abordagem do problema, qualitativa e quantitativa. No tocante à coleta de dados, utilizou-se a análise de conteúdo. Por fim os resultados encontrados, de forma geral, mostraram que ambas as entidades têm dado ênfase aos padrões estabelecidos no CPC, garantindo que houvesse cumprimento significativo das exigências normativas brasileiras, com apenas uma exceção de requisitos por parte da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, na qual não houve a divulgação.

**Palavras-chaves:** Provisões, Contingências, Divulgação.

---

<sup>15</sup> Graduado em Ciências Contábeis pela Faculdade Lourenço Filho

<sup>16</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

## 1 INTRODUÇÃO

Para Nelson *et al.* (2011), as regulamentações atuais concernentes à contabilização de contingentes passivos dizem respeito à qual probabilidade de perda utilizar ao analisar fatos com expectativa de geração de perda. No entanto, ocorrem conflitos na avaliação dos profissionais responsáveis pelo reconhecimento, mensuração e evidenciação destas informações, uma vez que cada profissional tem um ponto de vista e entendimento sobre o fato em si.

Já para Fonteles *et al.* (2014), o CPC 25 (2009) determina que provisões são passivos que possuem prazos de exigibilidade ou valor do desembolso futuro incerto, gerando imprecisão como característica diferencial no que diz respeito aos demais passivos.

Para Churiaque (1985), provisões é o exercício da avaliação de passivos, que se originam de um fato, com expectativa de desembolso futuro. Há de se compreender que a utilização deste artefato é o exercício da precaução e da prudência, transparecendo o risco da entidade para os *stakeholders* e resguardando a mesma de sofrer um impacto maior, caso a perda seja iminente.

Portanto, a abrangência do referido assunto é notória no que diz respeito ao *disclosure* das contingências passivas, de forma a influenciar não apenas os usuários externos à entidade, como também aos gestores e administradores na hora da tomada de decisão. No tocante às contingências judiciais, se fez necessário buscar dentro do mercado brasileiro, entidades do setor farmacêutico em que se divulgassem publicamente tais informações.

As empresas selecionadas, quais sejam, Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, através de seus relatórios financeiros, a partir de 2011, utilizaram as ferramentas voltadas para este estudo. Considerando-se o assunto supracitado, levanta-se a seguinte questão: as companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A tem seguido coerentemente as Normas Brasileiras de Contabilidade, no que tange ao *disclosure* das provisões para contingências judiciais?

Portanto, a presente pesquisa tem como objetivo comparar o nível de divulgação sobre provisões para contingências nos Resultados das Companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, nos períodos de 2011 a 2017.

A presente pesquisa se faz útil quando se busca analisar as demonstrações financeiras de companhias de capital fechado e/ou aberto, em uma periodicidade maior, obtendo assim um resultado mais amplo e detalhado de provisões para contingências e passivos contingentes, especificamente.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Provisões Contábeis**

Provisões, conforme definido no CPC 25 (2009), faz menção àqueles passivos oriundos de eventos passados, mas que se tornaram uma obrigação presente (legal ou não formalizada), para culminar, subsequentemente, numa saída de recursos.

Os passivos normais e passivos contingentes se diferenciam quando um passivo existente tem julgo de perda possível, ou seja, quando as chances de decréscimos de recursos são julgadas como possíveis, certo que um passivo contingente possível de perda não é reconhecido em balanço, apenas em notas explicativas. Passivos, conforme evidencia o CPC 25 (2009), é uma obrigação presente, gerada como resultado de eventos do passado e que, quando liquidada, espera-se a saída de recursos capazes de gerar benefícios econômicos no futuro.

O CPC 25 (2009) estabelece os critérios de avaliação quanto ao reconhecimento, mensuração e acerca da divulgação de ativos contingentes e passivos contingentes, objetivando um controle mais afimco das informações que serão evidenciadas nas demonstrações financeiras. Portanto, a divulgação de tais informações se faz obrigatória nas demonstrações financeiras de entidades de capital aberto.

A evidenciação de tais informações vai depender da probabilidade de perda do fato: se provável, constitui-se provisão; se possível, constitui-se um passivo contingente que será exposto apenas em notas explicativas; e remota, que não se faz necessária a constituição de provisão, nem mesmo de passivo contingente em nota explicativa, conforme definido pelo CPC 25 (2009).

Vale ressaltar que o CPC 25 (2009) determina que a entidade deve publicar algo a respeito da natureza do fato, não perfazendo da informação algo sem base para mensurar-se, ou seja, há a necessidade de expor a justificativa de tal fato.

O CPC 25 (2009) expõe, de forma resumida, que provisão é um passivo de valor e prazo incerto. Acertado que sua principal diferença dentre os demais passivos, é a imprecisão em mensurar e datar sua eventual liquidação.

O referido pronunciamento estabelece, ainda, que as provisões devem ser reconhecidas quando a entidade tem uma obrigação presente (legal ou não formalizada) como resultado de evento passado, sendo esta obrigação julgada como provável de que haverá saída de recursos derivados de benefícios econômicos para que esta seja liquidada.

De acordo com Baptista (2009), o julgamento é inerente às características contábeis da materialidade e do conservadorismo, presente na realização de estimativas contábeis. Portanto, deve haver uma atenção diferenciada por parte do preparador das demonstrações financeiras para utilizar-

se de novas ferramentas que poderão ser utilizadas como meio para se atingir um resultado econômico mais próximo da realidade econômica subjacente.

Para Aguiar (2014), o processo que define provisionamento e contingências passivas diligência dos preparadores de demonstrações financeiras julgamento científico apurado, concordante que se trata de um elemento importante das informações que serão publicadas e acessadas pelos *stakeholders* da empresa.

Segundo Baptista (2009), o julgamento é fundamental no ambiente contábil, tanto que está presente nas mais diversas hipóteses, como, por exemplo, a realização de estimativas, fazendo valer características materiais e conservadoras da Contabilidade.

Desse modo, observa-se que o uso do julgamento na prática contábil não implica na prática do “gerenciamento”, pois o que o faz assumir esse papel é a sua utilização com a finalidade de obter uma posição financeira, desempenho econômico ou fluxo de caixa específico.

## **2.2 Teoria do *Disclosure***

No tocante ao *disclosure*, Salotti (2005) afirma, com base nos estudos anteriores de Verrechia (2001) e Dye (1985), que o objetivo de sua pesquisa compreende em explicar de que forma as informações financeiras são divulgadas, baseadas em várias perspectivas, citando como exemplo o efeito da divulgação das demonstrações contábeis no preço de ações e, além disso, explicar quais fundamentações racionais e econômicas culminam na decisão de divulgar voluntariamente determinadas informações. Têm-se, então, *disclosure* como sendo o nível de divulgação, voluntário ou obrigatório, das informações contábeis, expostas nas demonstrações financeiras, com intuito de reportar informações relevantes e suficientes para a tomada de decisão dos usuários da informação, com enfoque nos usuários externos.

Camilla, Karlina e Edith (2015), comentam que a Teoria da Divulgação busca analisar de que forma os níveis de *disclosure* utilizados influenciam o mercado em que atuam concomitantemente o desempenho na economia, objetivando esclarecer as razões da divulgação das informações contábeis. Portanto, é importante que se tenha destas informações um controle preciso e prudente, afinal, são informações que podem atrair ou distanciar interesses.

Para Lanzana (2004), a função do *disclosure* resume-se em fornecer auxílio às avaliações de oportunidades de ingresso de recursos dos investidores nas companhias. Já Souza e Francisco (2016, p. 2), expõem que “é com base nas informações apresentadas pelos gestores que os investidores poderão fazer inferências sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia, tomando decisões de investimento em determinado empreendimento”.

Rolim *et al.* (2010) concluíram que o objetivo do *disclosure* se torna idêntico ao da contabilidade como um todo, de forma a proporcionar uma melhor tomada de decisão e, de forma adicional, preocupar-se com a qualidade desta informação divulgada.

Lima (2007), por sua vez, concorda com Verrechia (2001) quanto à classificação dos tipos de *disclosure*, baseando-se na “Teoria” da Divulgação apresentada, havendo dois tipos de Divulgação de informações financeiras: divulgação voluntária e divulgação obrigatória ou compulsória. Ambas as formas de divulgação de informações financeiras, têm por objetivo evidenciar algo que traga a realidade da entidade.

Com relação à divulgação obrigatória, Lima (2007) expõe que a divulgação obrigatória condiz diretamente com a capacidade de as entidades aplicarem o que está determinado nas normas.

Jesus (2013) afirma ainda que a divulgação obrigatória se baseia apenas de fatores endógenos, gerado por meio da própria estrutura corporativa e de recursos obtidos pelas entidades, que conseguem vantagem na divulgação através da heterogeneidade dos seus recursos.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa tem natureza descritiva e adota procedimentos bibliográficos, documentais e bibliométricos para a revisão bibliográfica e a coleta dos dados. A pesquisa teve ainda natureza quantitativa, pois utiliza procedimentos estatísticos (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

E perante tal busca, o foco deste trabalho é utilizar informações quantitativas das companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A para que seja possível identificar o nível de *disclosure* em relação à conta de Provisões para Contingências, encontrada nas Demonstrações Contábeis das referidas empresas.

O objeto de estudo foram as companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, bem como suas demonstrações contábeis durante o período de 2011 a 2017. No ranking das maiores farmácias brasileiras no que tange ao faturamento, emitido pelo portal Gazeta do Povo (2017), o 1º lugar foi ocupado pela rede de farmácias Raia Drogasil S/A, seguido pela Drogaria Pacheco São Paulo S/A e, em 3º lugar, Empreendimentos Pague Menos S/A. Vale ressaltar que a rede Drogaria São Paulo Pacheco não fez divulgação de suas demonstrações financeiras disponíveis para consulta pública, o que impossibilitou tomá-la também como objeto de estudo.

Como técnica de análise foi utilizada a análise de conteúdo, pois, conforme Beuren (2009), percebe-se que este método objetiva estudar as comunicações entre os homens, com foco maior no conteúdo das mensagens.

**Quadro 1: Informações De Divulgação Obrigatória.**

1	Divulgou o valor contábil no início e no fim do período?
2	Divulgou provisões adicionais feitas no período, incluindo aumentos nas provisões existentes?
3	Divulgou valores utilizados (ou seja, incorridos e baixados contra a provisão) durante o período?
4	Divulgou valores não utilizados revertidos durante o período?
5	Divulgou aumento durante o período no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto?
6	Divulgou uma breve descrição da natureza da obrigação e o cronograma esperado de quaisquer saídas de benefícios econômicos resultantes?
7	Divulgou uma indicação das incertezas sobre o valor ou o cronograma dessas saídas, sempre que necessário para fornecer informações adequadas, adotando as principais premissas em relação a eventos futuros?
8	Divulgou o valor de qualquer reembolso esperado, declarando o valor de qualquer ativo que tenha sido reconhecido por conta desse reembolso esperado?

Fonte: CPC 25 (2009)

Portanto, a presente pesquisa utilizou as informações financeiras encontradas nas Demonstrações Contábeis para verificar se o nível de divulgação das informações está em conformidade com o CPC 25 (2009), tomando-se os itens elencados no Quadro 1 como referência.

#### 4 RESULTADOS

Com o objetivo de apresentar informações baseadas nos procedimentos, normas e técnicas usadas na prática da contabilidade nacional, além ainda de trazer foco à qualidade das informações financeiras conseguidas nas demonstrações contábeis da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, foram verificadas as Notas Explicativas da mesma para conferência com os padrões determinados previamente pelo CPC Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes.

Num primeiro momento, buscou-se evidenciar os valores existentes no balanço patrimonial da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, mais especificamente nas contas de Provisões para Contingências e Passivo Total, a partir do exercício social de 2011, conforme se expõe na Tabela 1.

**Tabela 1: Valores de Passivos Contingentes da Companhia Empreendimentos Pague Menos S/A**

Período	Passivo Total	Provisões para Contingências	% Provisões para Contingências
2011	758.858	4.652	0,61%
2012	1.299.727	3.944	0,30%
2013	1.586.587	3.310	0,21%
2014	2.234.853	3.630	0,16%
2015	3.022.053	2.762	0,09%
2016	2.774.325	6.859	0,25%



2017	2.915.570	11.146	2,02%
Média	2.084.568	5.186	0,52%

Fonte: Elaboração própria

Obs.: valores em milhares de reais

Baseando-se nas demonstrações contábeis do período analisado, identificou-se uma média de representatividade da conta de Provisões para Contingências de 0,52% em relação ao Passivo Total médio. Vale ressaltar que a companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, em nenhum dos exercícios analisados, fez uso da conta de Provisões para Contingências no Passivo Circulante.

A companhia expôs em nota explicativa que não foi constituída nenhuma provisão nos anos anteriores a 2010. Ademais, a partir do referido ano, foram constituídas provisões para contingências, baseando-se pela análise das demandas judiciais em montante suficiente para cobrir prováveis perdas estimadas com ações em curso.

Baseado nos itens do Quadro 1, foi desenvolvido um segundo quadro demonstrando em percentual, o nível de divulgação das demonstrações financeiras da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A.

#### **Quadro 2: Divulgação da Companhia Empreendimentos Pague Menos S/A**

Itens divulgados de acordo com o CPC 25	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Divulgou o valor contábil no início e no fim do período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou provisões adicionais feitas no período, incluindo aumentos nas provisões existentes?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou valores utilizados (ou seja, incorridos e baixados contra a provisão) durante o período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou valores não utilizados revertidos durante o período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou aumento durante o período no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto?	Não	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Divulgou uma breve descrição da natureza da obrigação e o cronograma esperado de quaisquer saídas de benefícios econômicos resultantes?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou uma indicação das incertezas sobre o valor ou o cronograma dessas saídas, sempre que necessário para fornecer informações adequadas, adotando as principais premissas em relação a eventos futuros?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Elaboração Própria

Durante os anos do período checado, a companhia cumpriu anualmente 85,71% de todos os pré-requisitos no momento do reconhecimento dos valores existentes na conta de Provisões para Contingências.

A exceção foi a divulgação do “aumento durante o período analisado no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto” que, em nenhum dos anos, foi realizada.

Portanto, conclui-se que, quanto aos demais itens relacionados a Provisões para Contingências, a companhia Empreendimentos Pague Menos S/A segue o padrão normativo determinado, divulgando 100% dos demais itens apresentados, de acordo com as normas contidas no pronunciamento contábil normativo vigente no Brasil, no caso o CPC 25 (2009), que, por sua vez, tem como base as Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS).

Identificou-se, também, através da representatividade das provisões para contingências por matéria processual, que, dentro da amostragem utilizada, a média de participação dos processos judiciais de matéria trabalhista alcança cerca de 64,29%, perfazendo mais da metade das provisões anuais da companhia. Em seguida, a segunda maior representatividade média está nos processos judiciais de matéria cível, com uma participação média de 25,71%, seguido dos processos Administrativos, com participação média de 8,14% e, por fim, processos judiciais de matéria tributária com participação média de 2,29%.

Através das notas explicativas, a companhia Empreendimentos Pague Menos S/A justificou tais valores. Para processos judiciais de matéria trabalhista, os motivos mais recorrentes nestes são recursos de verbas rescisórias, horas extras, diferenças salariais, férias, FGTS e aviso prévio. Já para processos judiciais de matéria cível, o principal motivo das causas é a provocação de danos morais e/ou materiais, ocorridos em duas situações: relações consumeristas e ocorrência de assaltos no interior das filiais da companhia. Já para os processos de matéria tributária e administrativa, não foram identificadas as motivações.

Dando continuidade à análise das informações financeiras das empresas selecionadas, processou-se identificação das demonstrações contábeis da companhia Raia Drogasil S/A a partir do ano de 2011. De certo que foram verificadas as notas explicativas contidas nestas demonstrações, para que se fosse possível realizar a conferência com as exigências do que dispõe o CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes.

Conforme analisado anteriormente, a Tabela 1 buscou evidenciar os valores existentes no balanço patrimonial da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, nas contas de Provisões para Contingências e Passivo Total, a partir do ano exercício de 2011. Da mesma forma, buscou-se

evidenciar os valores das mesmas contas, porém, agora da companhia Raia Drogasil S/A, a partir da periodicidade definida outrora, conforme Tabela 2.

**Tabela 2: Valores de Passivos Contingentes da Companhia Raia Drogasil S/A Entre Os Anos De 2011 A 2017.**

Período	Passivo Total	Provisões para Contingências (Passivo Circulante)		Provisões para Contingências (Passivo Não Circulante)		Total de Provisões para Contingências	
		Valor	%	Valor	%	Valor	%
2011	967.134	1.637	0,17%	3.272	0,34%	4.909	0,51%
2012	1.075.527	4.129	0,38%	9.721	0,90%	13.850	1,29%
2013	1.287.110	4.912	0,38%	8.021	0,62%	12.933	1,00%
2014	1.592.352	5.209	0,33%	4.103	0,26%	9.312	0,58%
2015	2.038.247	3.346	0,16%	3.352	0,16%	6.698	0,33%
2016	2.723.348	0	0,00%	2.591	0,10%	2.591	0,10%
2017	3.213.877	2.724	0,08%	8.169	0,25%	10.893	0,34%
Média	1.842.514	3.137	0,21%	5.604	0,38%	8.741	0,59%

Fonte: Elaboração própria

Obs.: valores em milhares de reais

A companhia Raia Drogasil S/A reconhece provisões para contingências tanto na conta do passivo não circulante, como no passivo circulante. Tomando como base os valores médios entre os anos de 2011 a 2017 da conta de Provisões para Contingências do Passivo Circulante, identificou-se um percentual de 0,21% do Passivo Total Médio. Já para a mesma conta do Passivo Não Circulante, a média ficou em 0,38%. Ao se basear pela média geral, 0,59% foi a participação das contas de Provisões para Contingências, do Passivo Total da companhia.

Observaram-se algumas diferenças entre os demonstrativos financeiros das duas companhias. Nos demonstrativos financeiros da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, notou-se que havia provisão para contingências com processos de matéria administrativa. Já na companhia Raia Drogasil S/A, as matérias processuais são divididas em Trabalhistas e Previdenciárias, Tributárias e Cíveis e, de acordo com as notas explicativas, processos administrativos são incorporados à matéria processual Tributária. Percebeu-se na análise da tabela acima que a representatividade média da conta de Provisões Para Contingências foi superior à da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A em 0,07%, perfazendo 0,59% em relação ao Passivo Total.

Baseado também nos itens do Quadro 1, foi desenvolvido um terceiro quadro demonstrando, em percentual, o nível de divulgação das demonstrações financeiras da companhia Raia Drogasil S/A.

**Quadro 3: Divulgação da Companhia Raia Drogasil S/A**

Itens divulgados de acordo com o CPC 25	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Divulgou o valor contábil no início e no fim do período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou provisões adicionais feitas no período, incluindo aumentos nas provisões existentes?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou valores utilizados (ou seja, incorridos e baixados contra a provisão) durante o período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou valores não utilizados revertidos durante o período?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou aumento durante o período no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou uma breve descrição da natureza da obrigação e o cronograma esperado de quaisquer saídas de benefícios econômicos resultantes?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Divulgou uma indicação das incertezas sobre o valor ou o cronograma dessas saídas, sempre que necessário para fornecer informações adequadas, adotando as principais premissas em relação a eventos futuros?	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Fonte: Elaboração Própria

Conforme observado nos anos do período checado, a companhia cumpriu anualmente 100% de todos os pré-requisitos no momento do reconhecimento dos valores existentes na conta de Provisões para Contingências. Diferentemente da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, houve a utilização de atualizações monetárias nos processos judiciais da companhia, perfazendo assim, 100% no nível de divulgação da conta de Provisões para Contingências nas demonstrações financeiras da companhia Raia Drogasil S/A. Portanto, houve cumprimento do que determina o CPC 25 – Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes, com relação ao reconhecimento das provisões.

Sendo assim, conclui-se que quanto aos itens necessários para um alto nível de *disclosure*, a referida companhia seguiu o padrão normativo determinado, no que diz respeito a provisões para contingências, divulgando 100% dos itens apresentados, de acordo com as normas contidas no pronunciamento contábil normativo vigente no Brasil, no caso o CPC 25 (2009).

Acerca da representatividade de cada matéria processual na conta de Provisões para Contingências da companhia Raia Drogasil S/A, identificou-se que a forma de apuração desta difere da forma de apuração realizada pela companhia Empreendimentos Pague Menos S/A.

Diferentemente da companhia Empreendimentos Pague Menos S/A, a apuração se dá através de saldo inicial por matéria processual (Trabalhistas e Previdenciárias, Tributárias e Cíveis), para que seja possível identificar o subtotal, que, nada mais é, que o somatório de cada provisão por matéria

processual. Ademais, deduz-se o montante total dos valores de depósitos judiciais correspondentes efetuados no período e, assim, o resultado é identificado. Ou seja, não se faz possível identificar a participação ou representatividade de cada provisão por matéria processual no saldo final da conta de Provisões para Contingências.

Com base nas notas explicativas, foi possível identificar as principais motivações para ingresso de processos judiciais onde a companhia Raia Drogasil S/A é polo passivo. Para processos de matérias Trabalhistas e Previdenciárias, as motivações principais foram de ex-funcionários questionando o recebimento de horas extras e verbas rescisórias não pagas. A companhia é polo passivo ainda em ações oriundas da companhia Droga Raia S/A, ingressadas por ex-funcionários de empresas que prestaram serviços terceirizados, requerendo estes, vínculo empregatício diretamente com o Grupo ou a condenação subsidiária desta no pagamento dos direitos trabalhistas reclamados. Ademais, existem ainda ações movidas por sindicatos de classe reivindicando contribuições sindicais em razão da discussão da legitimidade da base territorial. Já para processos de matéria tributária, as principais motivações foram multas administrativas, diferença de alíquota em transferências interestaduais e execuções fiscais. Por fim, nos processos cíveis identificou-se que na sua grande maioria ações, os principais motivos são indenização por danos materiais e morais decorrentes das relações de consumo.

Foi possível identificar que a maior representatividade em relação ao subtotal foi de processos de matéria trabalhista e previdenciária, com índice médio de 82,22%. Seguindo, a representatividade de 14,30% é referente aos processos judiciais de matéria cível e 3,48% de processos judiciais de matéria tributária.

## 5 CONCLUSÕES

Este trabalho objetivou analisar duas grandes empresas do setor farmacêutico brasileiro, no que tange ao nível de *disclosure* nas demonstrações contábeis, mais especificamente, nas provisões para contingências com demandas judiciais das companhias Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, tal análise baseada no CPC 25 (2009).

A metodologia adotada para realizar este estudo foi o método de pesquisa descritiva. Com relação aos procedimentos utilizados, houve uso da pesquisa documental e da pesquisa bibliográfica. Ademais, no que tange a abordagem, foi apresentado de forma quantitativa e qualitativa. A amostra se limitou as duas empresas: Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A.

Com base no levantamento realizado das informações, nota-se que as companhias Pague Menos e Raia Drogasil mantiveram o cumprimento dos requisitos padrões, definidos no CPC 25

(2009), em suas demonstrações contábeis, havendo apenas uma exceção na companhia Pague Menos, que não divulgou qualquer aumento no valor descontado a valor presente proveniente da passagem do tempo e o efeito de qualquer mudança na taxa de desconto.

Ante o exposto, conclui-se que, apesar dos padrões contábeis brasileiros estarem em constante evolução por conta das novas normas internacionais e/ou interpretações mais recentes, já há um quantitativo relevante de pronunciamentos disponibilizados pelo Conselho Federal de Contabilidade. Sugere-se então, novos estudos voltados para este tema, de certo que há ainda uma gama considerável de entidades onde se podem encontrar, nas demonstrações contábeis, as informações necessárias para o desenvolvimento de estudos e pesquisas voltados para o *disclosure* das informações de cada respectiva entidade.

A presente pesquisa limitou-se a utilizar informações somente das empresas Empreendimentos Pague Menos S/A e Raia Drogasil S/A, ambas com atividade primária de comércio varejista de produtos farmacêuticos, sem manipulação de fórmulas.

Portanto, recomenda-se para o futuro, a realização de mais pesquisas voltadas para o nível de *disclosure* nas demonstrações contábeis das empresas, abrangendo uma quantidade maior destas.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, C. R. Panorama e reconfiguração das contingências passivas no Brasil. 2014. 112f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, **Universidade Federal de Santa Catarina**, Santa Catarina, 2014.

BAPTISTA, E. M. B. Ganhos em transparência versus novos instrumentos de manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela Lei nº 11.638. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 334-339, 2009.

BEUREN, Ilse Maria et al. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade**. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 25: Provisões Passivos Contingentes e Ativos Contingentes**, 2009. Disponível em [http://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/304\\_CPC\\_25\\_rev%2013.pdf](http://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/304_CPC_25_rev%2013.pdf). Acesso em 16 de outubro de 2018.

DYE, Ronald E. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, vol. 23, nº 1, p. 123-145, Spring 1985.

FONTELES, I. V.; NASCIMENTO, C. P. S.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Determinantes da evidenciação de provisões e contingências por companhias listadas na BM&FBOVESPA. **RGO – Revista Gestão Organizacional**, v. 06, n. 04, set/dez, 2013.

JESUS, Lidiano de. Análise do Disclosure de Instituições Financeiras Sob a perspectiva do Risco de Crédito. Rio de Janeiro, 2013. 106f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de

Administração e Ciências Contábeis, **Universidade Federal do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, 2013.

LANZANA, A. P. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, **Universidade de São Paulo**. São Paulo, 2004.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. 118 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Faculdade de Econômica, Administração e Contabilidade, **Universidade de São Paulo**, São Paulo, 2007.

NELSON, M. W.; KINNEY JR., W.R., The effect of ambiguity on loss contingency reporting judgments. **Accounting Review**, v. 72, p. 257 - 274, 1997.

RIBEIRO, Antônio de Cístolo. Provisões, Contingências e Normais Contábeis: Um Estudo de Gerenciamento de Resultado com Contencioso Legal no Brasil. São Paulo. Dissertação (Pós-graduação em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, **Universidade de São Paulo**, São Paulo, 2012.

ROLIM, Márcio Viana; LEMES, Sirlei; TAVARES, Marcelo. Disclosure dos ativos intangíveis das empresas britânicas pertencentes ao índice FTSE 100. **Revista CEPPG**, Goiânia, n. 22, p. 85-110, jan. 2010.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação. **Brazilian Business Review**, vol. 2, n° 1, p. 53-70, Vitória, 2005.

SOUZA, T. M. de; FRANCISCO, J. R. de S. O impacto do disclosure no preço das ações: um estudo das empresas pertencentes ao índice IBRX-50. In: XIII SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA. Associação Educacional Dom Bosco. **Anais...**, Resende: AEDB, 2017.

VERRECCHIA, Robert. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, Dec. 2001.

# **DIVULGAÇÃO DE RELATÓRIO DE SUSTENTABILIDADE É UM DIFERENCIAL NO DESEMPENHO FINANCEIRO? ESTUDO DAS EMPRESAS MAIS SUSTENTÁVEIS DO RANKING DA REVISTA EXAME<sup>17</sup>**

**Larissa dos Santos Ferreira<sup>18</sup>**

**Erlandson Barbosa de Melo<sup>19</sup>**

**Talyta Eduardo Oliveira<sup>20</sup>**

**Iveltyma Roosemalen Passos Ibiapina<sup>21</sup>**

**Lucas Gurgel Mota Saraiva<sup>22</sup>**

**Resumo:** Esta pesquisa tem como objetivo geral analisar a relevância da divulgação de relatório de sustentabilidade para o desempenho financeiro por empresas consideradas sustentáveis do ranking de 2018 da revista Exame. Para isso, optou-se por ter como base de pesquisa o ranking de 2018 da Revista Exame de maiores empresas sustentáveis do mundo. A população da pesquisa foi de 100 empresas, separando-se em duas amostras, empresas que apresentam relatórios de sustentabilidade e as que não apresentam. Foi utilizada uma abordagem qualitativa e quantitativa sendo necessária uma análise dos relatórios de sustentabilidade e demonstrações financeiras. Nas demonstrações financeiras foram coletados dados que deram suporte aos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade. Analisando os indicadores de todas as empresas, foi observado que, no indicador de liquidez corrente, as empresas possuem recursos de curto prazo que podem arcar seus compromissos, e o capital circulante líquido da empresa é positivo, dando à empresa um certo equilíbrio entre o que se pretende receber e o que há a ser pago. Feita uma análise comparativa de desempenho financeiro entre as empresas que apresentaram relatórios de sustentabilidade daquelas que não apresentaram, pode-se observar que as que apresentaram relatórios de sustentabilidade apresentaram melhor desempenho quanto a capacidade de pagamento de seus compromissos e a capacidade de retorno do capital investido na empresa.

**Palavras-chave:** Responsabilidade Social Corporativa; Sustentabilidade; Desempenho Financeiro

---

<sup>17</sup> Artigo original apresentado e publicado nos anais do XX ENGEMA 2019.

<sup>18</sup> Graduada em Ciências Contábeis pela Unifametro

<sup>19</sup> Graduado em Ciências Contábeis pela Unifametro

<sup>20</sup> Mestre em Administração de Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>21</sup> Mestre em Administração de Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

<sup>22</sup> Mestre em Ciências Contábeis pela Fundação Instituto Capixaba de Pesq. em Contabilidade, Economia e Finanças



## 1 INTRODUÇÃO

De acordo com Tenório (2006), o tema Responsabilidade Social Corporativa (RSC) engloba implantação de ações sociais nas companhias. Ele ressalta que, mesmo trazendo custo para a companhia, a implantação pode ser benéfica caso as medidas tomadas possibilitem a geração de lucros para os empresários.

Recentemente observa-se o aumento da quantidade de instituições empresariais que se preocupam com esse tipo de responsabilidade, buscando quebrar o paradigma de que as empresas estão preocupadas somente se o seu negócio está gerando lucro. Hoje, estes lucros estão diretamente relacionados com a visibilidade que as organizações têm diante da sociedade (FELIX *et al.* 2017).

Rokembach *et al.* (2009), nessa direção, afirmam que as atitudes socialmente responsáveis tomadas por empresas podem gerar melhoria na qualidade de vida da sociedade. Temas relacionados à RSC vêm crescendo em escala mundial, inclusive sendo debatidos na Organização das Nações Unidas (ONU). Em sua agenda, ela elenca objetivos que buscam nortear o desenvolvimento sustentável mundial (ONU, 2017).

Esta agenda é formada pelos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que devem ser implementados por todos os países do mundo até 2030. O objetivo 8, por exemplo, vai ao encontro dos objetivos da RSC. Ele visa “promover o crescimento econômico sustentado, inclusivo e sustentável, emprego pleno e produtivo e trabalho decente para todos” (ONU, 2017).

Com o aumento do debate sobre desenvolvimento sustentável, a apresentação de relatórios anuais de sustentabilidade e responsabilidades social, ambiental e econômica tornaram as empresas diferenciadas no mercado em seus segmentos (FELIX *et al.*, 2017). Nesse contexto, existe uma tendência a crer que as empresas que seguem medidas relacionadas à responsabilidade sustentável podem obter mais sucesso no mercado.

Diante disso tem-se como questão de pesquisa: Qual a relevância da divulgação de relatórios de sustentabilidade para o desempenho financeiro de empresas consideradas sustentáveis pelo ranking da revista Exame de 2018? Para responder esta pergunta, delineou-se o seguinte objetivo geral: analisar a relevância da divulgação de relatório de sustentabilidade para o desempenho financeiro por empresas consideradas sustentáveis pelo ranking de 2018 da revista Exame.

Para atingir tal objetivo, os objetivos específicos foram postos da seguinte forma: (I) verificar quais das empresas do ranking de empresas sustentáveis da revista Exame publicam em seus sites seus relatórios de sustentabilidade; (II) identificar o desempenho financeiro das empresas estudadas; (III) observar se tem algum benefício em apresentar informações econômicos, ambientais e sustentáveis.

Através de pesquisas realizadas sobre o tema, verificou-se a existência de um déficit sobre o tema responsabilidade social nas empresas sob um contexto financeiro, voltado à visibilidade que as empresas têm na sociedade e seu melhor desempenho financeiro sob o contexto da apresentação dos relatórios de sustentabilidade.

Para isso, optou-se por ter como base de pesquisa o ranking de 2018 da Revista Exame de maiores e melhores empresas sustentáveis do mundo, o qual foi criado em 2015 a fim de demonstrar as empresas que se importam também com os aspectos social e ambiental, além do aspecto econômico, apresentando suas práticas em um documento, que seria os relatórios de sustentabilidade.

Observou-se que, com o passar dos anos, o progresso das empresas presentes no ranking é significativo, que se destacam por práticas diferenciadas de sustentabilidade. Nesse ranking eles utilizam indicadores como energia, consumo de água, emissão de carbono, bem como outros indicadores, para analisar as empresas que têm práticas que menos impactam o meio ambiente.

## **2 SUPORTE TEÓRICO**

A utilização da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) nas empresas está numa crescente mutação e adequação que impacta todos os envolvidos no meio corporativo (TACHIZAWA, 2016).

Oliveira (2013) frisa a importância dos assuntos ligados a RSC e os impactos econômicos causados por atitudes socialmente irresponsáveis. Quando tratados com descaso, esses assuntos podem ter impactos negativos na marca da empresa e, conseqüentemente, perdas econômicas ou até mesmo pode gerar multas e indenizações.

Segundo Tachizawa (2016), os fornecedores estão buscando cada vez mais empresas com práticas socialmente responsáveis. Isso porque, clientes estão buscando cada vez mais empresas com uma boa imagem social no mercado. Por isso, o público interno e os gestores estão mais envolvidos e engajados, buscando manter a instituição no rumo responsávelmente social.

Araújo e Ramos (2015) destacam que os empresários devem demonstrar em seus relatórios de sustentabilidade os parâmetros de custo-benefício gerados pela divulgação de informações de responsabilidade social corporativa.

Segundo Rabelo (2012), por esse motivo, gestores estão cada vez mais divulgando as informações sociais e ambientais de suas empresas, buscando transparecer uma imagem socialmente responsável, mostrando ao público relatórios mais completos. Ademais, essa preocupação em divulgar relatórios de sustentabilidade e seus balanços sociais têm aberto um novo mercado de pessoas especializadas em mensurar indicadores de sustentabilidade.

Anzilago (2017), por sua vez, sustenta que um plano de ação deve ser criado e executado para monitorar de forma contínua os custos que são gerados para que a empresa possa de fato pôr em prática as iniciativas de cunho social, ambiental e econômico.

A prática da RSC, segundo Oliveira et al. (2014), pode gerar um destaque, se tornando um diferencial dentro do mercado em que ela atua. Isso tem gerado um interesse, pois através desses relatórios a organização tem uma visibilidade maior e seu nome ligado a práticas sustentáveis.

Um ponto importante a ser ressaltado é que não existe uma ordem ou listagens de ações que devem ser adotadas e divulgadas pelas empresas. As práticas e a divulgação são escolhas subjetivas das empresas e legitimadas pela sociedade (OLIVEIRA, 2013). Ressalta-se que não há obrigatoriedade de um relatório de RSC para apresentar informações, o relatório que mais apresenta essas informações são os de sustentabilidade.

Nesse contexto, sabe-se o quanto as demonstrações contábeis-financeiras são importantes para a tomada de decisão nas empresas, conforme o CPC 00 – Estrutura conceitual básica, o objetivo da apresentação de relatórios é justamente fornecer informações sobre a empresa, a fim de que sejam geradas informações relevantes as seus stakeholders, passando a serem mais completas se forem analisadas de forma conjunta.

Segundo Borges et al (2018), os primeiros relatórios de sustentabilidade tinham como objetivo principal a compilação das informações somente de impactos ambientais que as empresas causavam com suas operações, mas com o passar dos anos os relatórios foram se tornando mais completos e passaram a apresentar informações mais completas.

Os relatórios de sustentabilidade vêm de forma a complementar às informações contidas nas demonstrações contábeis. De acordo com o Global Reporting Initiative (GRI), o relatório de sustentabilidade é um documento que porta informações ambientais, econômicas e sociais em decorrência das atividades diárias de uma empresa. Ele demonstra o compromisso que a empresa tem com a economia global (GLOBAL REPORTING, 2019).

Como já mencionado, os relatórios de sustentabilidade não são uma documentação obrigatória que a empresa precise elaborar, porém, Roma (2016) relata que existem diversos motivos para que as empresas elaborem esse tipo de relatório, esses relatórios podem trazer benefícios à entidade.

Ainda que não seja obrigatório, a adesão aos relatórios se torna útil, eles são agentes facilitadores. Isso porque compilam informações de riscos e oportunidades das empresas e ainda tornam transparentes suas ações sustentáveis, o que é cobrado pelos seus usuários (CAMPOS et al., 2013).

Segundo Freitas et al. (2012), os relatórios de sustentabilidade servem como indicadores anuais que dão oportunidade a empresa de conseguir visualizar seu desempenho e ainda relacionar-se com as partes a ela interessadas. Esses relatórios são um meio das empresas conseguirem sintetizar todas as suas informações em um só documento de forma prática e de fácil entendimento.

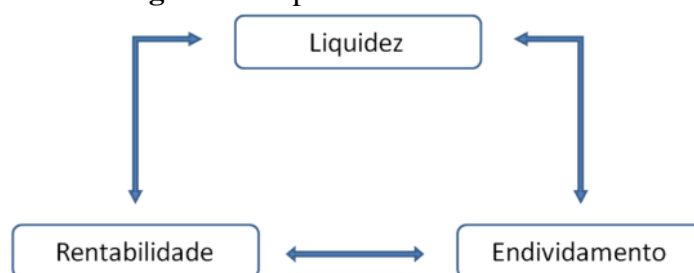
Ademais, Araújo e Ramos (2015) destacam a necessidade de equilíbrio entre as ações tomadas com base nas práticas sustentáveis e o custo dessas operações para a empresa de forma a contribuir com o resultado financeiro da mesma. Considerando relevantes as relações com os parceiros para integração de valores e melhoria na política da empresa, resultando em retorno satisfatório para os acionistas.

Desempenho financeiro é caracterizado como sendo de grande impacto na tomada de decisão dos gestores das organizações, encaminhados pela visão das demonstrações contábeis-financeiras, tomando como parâmetro a capacidade que elas têm de geração de resultados (TEIXEIRA; AMARO, 2013).

Domenico (2013) afirma que as principais formas de verificação e análise de desempenho financeiro das empresas são a utilização dos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade. Já para Aaker (2013), desempenho financeiro seria um indicador de uma visão do futuro de uma empresa, trazendo uma aproximação entre o seu presente e o futuro.

Marion (2009) define os indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade como sendo o tripé de uma análise financeira, alegando serem fundamentais para uma análise aprofundada.

**Figura 1:** Tripé da análise financeira



Fonte: Marion (2009)

O índice de liquidez pode ser definido pela capacidade que a empresa tem de honrar com suas dívidas, dando até uma possível visão de continuidade da empresa (MARTINS; DINIZ; MIRANDA, 2014). Já o índice de endividamento, segundo Silva (2015), mostra a política abordada pela empresa com relação a obtenção de capital, ou seja, a forma com que a empresa se financia. Índice de rentabilidade, conforme Prates (2017), pode ser denominado como a capacidade que a empresa tem de gerar retorno, tendo como referência um valor da demonstração de resultado e como base um valor do balanço patrimonial.

Sobre esses índices, Martins, Diniz e Miranda (2014) demonstram que tais indicadores dão uma visão geral da empresa, de forma que se tenha uma fácil visualização de toda a sua situação econômico-financeira.

Baseado nessa explanação teórica, formulou-se a seguinte hipótese: **Empresas consideradas sustentáveis, que divulgam relatórios de sustentabilidade, apresentam melhor desempenho econômico.**

### 3 METODOLOGIA

Para atender ao objetivo geral da pesquisa, que é analisar a relevância da divulgação de relatório de sustentabilidade para o desempenho financeiro por empresas consideradas sustentáveis pelo ranking da revista Exame de 2018, optou-se por uma pesquisa de característica descritiva.

De acordo com Dencker e Viá (2012), pesquisa descritiva é uma análise criteriosa de variáveis quantitativas que permite ao usuário tirar conclusões e comprovar hipóteses. A pesquisa é caracterizada como descritiva, pois apresenta a análise do desempenho financeiro de empresas que divulgam informações de RSC em relatórios de sustentabilidade e das que não divulgam.

Quanto aos procedimentos, este estudo se caracteriza como documental. Segundo Gil (2010), a pesquisa documental está ligada a uma análise de documentos com informações diversas sobre determinado assunto. Esta pesquisa caracteriza-se por documental, pois, para a coleta, foram analisados relatórios de sustentabilidade e demonstrações financeiras dos dois grupos de empresas da amostra.

Quanto a abordagem do problema, esta pesquisa classifica-se como qualitativa e quantitativa. De acordo com Gerhardt e Silveira (2009), a pesquisa é considerada qualitativa quando tem uma preocupação maior com a compreensão de determinado grupo de indivíduos ou organizações. Esta pesquisa enquadra-se como qualitativa, pois utilizou-se da compreensão das práticas de Responsabilidade Social Corporativa das empresas e a forma como elas são abordadas.

De acordo com Marconi e Lakatos (2011), pesquisa quantitativa é quando se agrega nela informações numéricas de amostras mais amplas para coleta de dados. Esta pesquisa pode ser considerada quantitativa, pois foram utilizados dados financeiros das empresas em questão, que deram suporte aos cálculos e análises estatísticas presentes na pesquisa.

Com relação à coleta de dados, a população da pesquisa foi de 100 empresas que estão presentes no ranking produzido pela Revista Exame de maiores empresas sustentáveis do ano de 2018. Como critério de inclusão e exclusão utilizou-se como parâmetro os relatórios de sustentabilidade, separando as empresas que apresentam relatórios das que não apresentam.

Após a análise foi feita uma classificação, as empresas foram divididas em dois grupos, conforme é apresentado no quadro 1 abaixo:

**Quadro 1:** Empresas Sustentáveis da revista Exame de 2018

<b>Apresentação de Relatório de Sustentabilidade</b>			
<b>Sim</b>			<b>Não</b>
Dassault Systemes	Ingersoll-Rand	HP	Neste
Ucb	Banco do Brasil	Sun Life Financial	Valeo
Oututec	Nestle	Hewlett Packard Enterprise	Amundi
Cisco Systems	GlaxoSmithKline	National Australia Bank	Autodesk
Siemens	ING Groep	General Electric	Aereal Bank
Samsung SDI	Sekisui Chemical	Verbund	Pearson
Enbridge	Acciona	Akzo Nobel	Koninklijke Philips
Merck	H & M Hennes & Mauritz	L'Óreal	Allergan
Natura	Aberdeen Asset Management	AXA	McCormick
Amadeus IT Group	NVIDIA	Nordea Bank	Intel
Bayerische Motoren Werke	Daimler	Orkla	Itron
Companhia Energética de Minas Gerais CEMIG	Diageo	Wartsila	Legrand
Honda Motor CO	BT Group	Renault	Engie Brasil Energia
Sanofi AS	Sing. Telecommunications Limited	Syngenta	BioMerieux
Commonwealth Bank of Australia	Novartis	Johnson & Johnson	AstraZeneca
Vivendi	Chr. Hansen	Posco	BNP Paribas
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	Coca-Cola European Partners	Suez	Eli Lilly
Halma	Nissan Motor Co	Vestas Wind Systems	ABB
Deutsche Borse	Allianz	SSE	Svenska Cellulosa Aktiebolaget *
Kesko	Lenovo Group	Capital Land	Intesa Sanpaolo
Television Francaise 1	Telus	Derwent London	Analog Devices
Nokia	Taiwan Semiconductor Manufacturing	City Developments	Applied Materials
Storebrand	MetLife	Kering	Takeda Farmacêutica
Shinhan Financial Group	Banco Santander Brasil		Schneider Electric
			Sandvik
			Texas Instruments
			Orsted
			Canadian Imperial Bank of Commerce
			Umicore

Fonte: Adaptada do ranking das maiores e melhores empresas sustentáveis (2018).

Feita essa classificação, identificou-se que 71 das empresas apresentam relatórios de sustentabilidade e 29 não apresentam. A partir disso, buscou-se no site da B3 as demonstrações financeiras desses dois grupos de empresas, a fim de observar seus desempenhos financeiros, de forma comparativa.

Nas demonstrações financeiras foram coletados dados que deram suporte às análises de liquidez corrente, buscando avaliar se as empresas estão arcando com suas obrigações, rentabilidade do patrimônio líquido, identificando o quanto os investidores estão obtendo de lucro a partir de seus investimentos e o índice de endividamento, para identificar o perfil de financiamento da empresa, a forma como elas estão se financiando.

Para realização dos cálculos dos índices citados, baseando-se sempre nos resultados obtidos, foram utilizadas fórmulas matemáticas, baseadas nas demonstrações, conforme apresenta-se no quadro 2 abaixo.

**Quadro 2: Índices e Fórmulas**

Índices	Fórmula
Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimonio Líquido}}$
Perfil do Endividamento	$\frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Ativo Total}}$

Fonte: Autores (2019)

Os achados da pesquisa deram suporte ao comparativo de desempenho das empresas que possuem relatórios de sustentabilidade e das que não possuem. Para observação dos dados agrupados, utilizou-se um teste comparativo entre médias encontradas dos dois grupos da amostra, os que possuem relatórios de sustentabilidade e os que não possuem.

#### **4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS**

Os resultados foram analisados mediante interpretação de estatística descritiva. A análise dos resultados financeiros de todas as empresas do ranking de 2018 da Revista Exame estão explícitas na tabela 1. Ao passo que na tabela 2 estão as empresas que não apresentam os relatórios de sustentabilidade. E na tabela 3, análise feita das empresas que apresentam relatório de sustentabilidade.

Os relatórios de sustentabilidade foram tomados como base norteadora da pesquisa, a fim de observar o desempenho das empresas que estão apresentando relatórios de sustentabilidade, mostrando informações qualitativas e quantitativas. Nas demonstrações financeiras foram coletados dados que deram suporte aos indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade.

Foram feitos levantamentos e comparativos que possibilitam verificar se as empresas que apresentam relatórios de sustentabilidade, em suas informações qualitativas e quantitativas, apresentam melhor desempenho financeiro frente as que não apresentam.

#### 4.1 Estatística Descritiva Geral

A seguir será apresentado números de média, mínimo, máximo, e desvio padrão das 100 empresas da população da pesquisa apresentadas no ranking de 2018 da Revista Exame.

**Tabela 1:** Estatística Descritiva Geral

INDICADOR	MÉDIA	MÍNIMO	MÁXIMA
Liquidez Corrente	1,495	0,00023	15,745
Endividamento	3,546	-55,18153	26,914
Rentabilidade do Ativo	4,37%	-6,74%	28,43%

Fonte: Elaborada pelos autores (2019)

Na tabela 1 foram analisados os indicadores de todas as empresas. Observa-se que, com relação ao indicador de liquidez corrente, as empresas possuem uma média de 1,49, aproximadamente. Desse dado, observa-se que, em geral, estas empresas possuem recursos de curto prazo que possibilitam arcar com seus compromissos financeiros.

As empresas analisadas apresentaram um endividamento médio de 3,54. Isso mostra que existe um número elevado de empresas que são financiadas com capital de terceiros. Analisando o desvio padrão pode-se observar que as variáveis estudadas possuem valores mais heterogêneos, tornando-os mais dispersos.

A rentabilidade média das empresas analisadas é de 4,37%, sendo possível concluir que estas empresas em média estão dando um retorno aos seus acionistas, comparando-se com o endividamento que resultou um financiamento maior por capital de terceiros.

Nesta tabela foi possível observar que as empresas da população do ranking têm em média condição de pagar suas dívidas de curto prazo, que lhes dá uma folga financeira diante de suas contas. Estas empresas dão um retorno em média à cima de 4% para os seus acionistas, deixando uma indicação de que este pode ser o motivo de elas serem mais financiadas por capital de terceiros.

#### 4.2 Estatística Descritiva das Empresas que não apresentam Relatórios de Sustentabilidade.

A seguir, será apresentado, na tabela 3, valores de média, mínimo, máximo e desvio padrão das 28 empresas da população estudada que não apresentaram relatórios de sustentabilidade publicados em seus sites.



**Tabela 2:** Estatísticas das Empresas que não apresentam Relatório de Sustentabilidade.

INDICADOR	MÉDIA	MÍNIMO	MÁXIMO
Liquidez Corrente	1,481	0,650	3,063
Endividamento	2,240	0,060	14,188
Rentabilidade do Ativo	2,90%	-6,74%	11,56%
Fonte: Elaborada pelos autores (2019)			

Com a tabela acima é possível visualizar que, o índice de liquidez dessas empresas é de, aproximadamente, 1,48, indicando que em média esse grupo tem condições de pagar suas dívidas de curto prazo. Com base nas tabelas 1e 2, observa-se que a média de liquidez corrente das empresas que não apresentam relatório de sustentabilidade é menor do que a média das empresas da amostra.

Analisando o endividamento destas empresas, obteve-se como resultado de média 2,24. Pode-se observar que elas se financiam em média menos com capital de terceiros do que a média das empresas da amostra (vide tabela 1). Com o resultado de rentabilidade do ativo de 2,90%, observa-se que as empresas que não apresentam relatório de sustentabilidade também geram em média o retorno do capital investido.

Os achados para o grupo de empresas que não divulgam seus relatórios de sustentabilidade são bem semelhantes aos achados do grupo das 100 empresas do ranking. Estas 28 possuem capacidade de arcar com suas obrigações e dão retorno aos seus acionistas, além de serem financiadas em média 2,24% por capital de terceiros.

#### 4.3 Estatística Descritiva das Empresas que Apresentam Relatórios de Sustentabilidade.

A seguir, será apresentado na tabela 3, as 72 empresas do ranking que apresentam relatórios de sustentabilidade em seus sites. Serão analisados valores de média, mínimo, máximo e desvio padrão.

**Tabela 3:** Estatísticas das Empresas que apresentam Relatório de Sustentabilidade

INDICADOR	MÉDIA	MÍNIMO	MÁXIMO
Liquidez Corrente	1,499	0,0002	15,745
Endividamento	3,49	-55,1815	26,914
Rentabilidade do Ativo	4,82%	-6,51	28,43%

Fonte: Elaborada pelos autores (2019)

Pode-se observar que o nível de liquidez destas empresas, sendo 1,50, aproximadamente. É um pouco mais elevado que o nível apresentado na análise geral, indicando que em média as empresas desse grupo tem uma folga financeira maior.

O índice de endividamento de 3,94 mostra que as empresas possuem um maior financiamento advindo de capital de terceiros.

A rentabilidade média desse grupo de empresas é de 4,82% mostra que estão dando um retorno médio maior que o grupo geral e o grupo que não apresenta relatório de sustentabilidade. Observa-se que, possivelmente, seja esse o motivo pelo qual o financiamento por capital de terceiros prevaleça na captação de recursos.

#### 4.4 Análise Geral

A análise geral traz um comparativo entre as médias de liquidez corrente, endividamento e rentabilidade das 28 empresas que não apresentam relatórios de sustentabilidade com as médias das 72 empresas que apresentam seus relatórios. A tabela 4 apresenta teste comparativo simples entre as médias dos dois grupos da amostra.

**Tabela 4:** Comparação de desempenho de empresas com e sem relatório de sustentabilidade

	Média s/ relatório	Média c/ relatório	Teste T	Sig
Liquidez Corrente	1,481	1,499	7,231	0
Endividamento	2,240	3,940	1,651	0,103
Rentabilidade sobre o ativo	2,90	4,82	7,727	0

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

Pode-se observar que, quanto a capacidade de pagamento de curto prazo e retorno do capital investido na empresa, há estatisticamente diferença de média entre empresas que divulgam e as que não divulgam relatórios de sustentabilidade, indicando que as empresas com relatórios tem uma capacidade de pagamento maior que as empresas que não apresentam relatórios de sustentabilidade.

Com relação à retorno do capital investido, observa-se que há diferença de média estatisticamente significativa, indicando que empresas que apresentam relatórios de sustentabilidade apresentam melhor retorno do capital investido que empresas que não apresentam relatórios de sustentabilidade. Com relação à endividamento, observa-se que não há diferença estatística significativa de médias das empresas que divulgam e as que não divulgam os relatórios.

Observa-se que empresas do ranking das 100 empresas mais sustentáveis, o grupo de empresas que divulgam relatórios de sustentabilidade apresentam melhor capacidade de pagamento de obrigações e maior retorno do capital investido na empresa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo geral comparar o desempenho financeiro das empresas consideradas as mais sustentáveis da revista Exame que divulgam suas práticas de RSC em relatórios e as que não divulgam suas práticas de RSC em relatórios.

Observa-se que das empresas 100 empresas do ranking das maiores empresas sustentáveis da revista Exame apenas 72 empresas apresentam relatórios. Com relação ao desempenho, observa-se que as empresas da amostra tiveram um desempenho semelhante. Não foi possível constatar que as empresas que apresentaram relatórios de sustentabilidade possuem benefícios por apresentarem esses relatórios em seus sites diante das que não apresentam.

Conclui-se que o desempenho financeiro com relação à liquidez e rentabilidade é diferente comparando as empresas com ou sem relatório de sustentabilidade. Conclui-se também que, com relação à estrutura de financiamento, não são diferentes em números, destacando que a opção por financiamento de terceiros é perceptível para empresas com relatórios de sustentabilidade.

Na pesquisa verificou-se a dificuldade em achar disponível ou publicado os relatórios de sustentabilidade. Para tanto optou-se por um comparativo entre dois grupos de empresas, as que possuem relatórios e as empresas que não possuem. Fazendo assim, da população de 100 empresas, dois grupos de amostras.

Analisou-se que as empresas que apresentaram RSC se capitalizam mais utilizando recursos de terceiros. Com isso foi possível observar a possibilidade dessas empresas serem bem vistas no mercado por conta da prática de Responsabilidade Social Corporativa.

Em contrapartida haveria a necessidade de se verificar os investidores que realmente apoiam e escolhem essas empresas por conta de suas práticas de Responsabilidade Social Corporativa.

## REFERÊNCIAS

AAKER, D. **Administração Estratégica de Mercado**. 9 ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

ANZILAGO, M. et al. Evidenciação de Custos e Despesas Ambientais nas Empresas do Segmento de Energia Elétrica Registradas na BOVESPA e no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). **Revista Metropolitana de Sustentabilidade**. Paraná, v. 7, n. 3, p. 5-23, 2017.

ARAÚJO, A.; RAMOS, M. C. Limitações dos Relatórios de Sustentabilidade para Análise Custo-Benefício de Ações Sociais e Ambientais. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 13, p. 3-10, 2015.

BARBOSA, V. **As 100 empresas mais sustentáveis do mundo em 2018**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/negocios/as-100-empresas-mais-sustentaveis-do-mundo-em-2018/>. Acesso em: 08 em Ago. De 2019

BORGES, M. et al. O uso dos relatórios de sustentabilidade como fontes acadêmicas: tendências e GAPS a serem explorados. **Rev. Metropolitana de Sustentabilidade**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, 2018.

CAMPOS, L. et al. Relatórios de sustentabilidade: perfil das organizações brasileiras e estrangeiras segundo o padrão Global Reporting Initiative. **Gestão & Produção**, v. 20, n. 4, 2013.

DENCKER, A. F. M.; VIÁ, S. C. D. **Metodologia científica: Pesquisa empírica em Ciências Humanas**. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

BRASIL. **CPC 00: Estrutura conceitual básica**. Brasília, 2009.

DOMENICO, D.D. et al. Análise dos indicadores de desempenho em empresas com publicação do GRI em comparação às demais empresas listadas na BM&FBOVESPA. *In: IV Encontro de administração da informação*, Bento Gonçalves, p. 1-14, 2013.

FELIX, C.P. et al. Influência da sustentabilidade no desempenho financeiro das empresas pertencentes ao Índice de Sustentabilidade Empresarial. *In: XXIV Congresso Brasileiro de Custos*, Florianópolis, p. 1-16, 2017.

FREITAS, D. et al. Contabilidade ambiental: um estudo bibliométrico em revistas científicas brasileiras. **Rev. Ambiente Contábil**, Rio Grande do Norte, v. 4, n.1, 2012.

GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T.; **Métodos de Pesquisa**. 1 ed. Porto Alegre: UFRGS, 2009.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GLOBAL REPORTING. **Relatórios de sustentabilidade segundo modelo GRI**. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/sustainability>. Acesso em: 23 em mar. de 2019.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia Científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

MARION, J. C. **Análise das demonstrações contábeis**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, E. MIRANDA, G. J. DINIZ, J. A. **Análise didática das demonstrações contábeis**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

OLIVEIRA, J. **Empresas na Sociedade: Sustentabilidade e Responsabilidade Social**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

OLIVEIRA, M. et al. Relatórios de Sustentabilidade Segundo a Global Reporting Initiative (GRI): Uma análise de correspondência entre os setores econômicos brasileiros. **Scientific Electronic Library Online**, v. 24, p. 392-404, 2014.

ONU. **Objetivos do desenvolvimento sustentável**. 2015. Disponível em: <<https://nacoesunidas.org/conheca-os-novos-17-objetivos-de-desenvolvimento-sustentavel-da-onu/>>. Acessado em 21 ago. 2019.

PRATES, W. R. **Índices de rentabilidade e lucratividade**. Disponível em: <https://www.wrprates.com/o-que-sao-indices-de-rentabilidade-e-lucratividade/> Acesso em: 02 de Abr. de 2019.

RABELO, J. **Relato de Sustentabilidade e Contabilidade Ambiental na Empresa Rectimold**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Relato de Gestão) – Leiria, Portugal, 2012.

ROKEMBACH, R. et al. **Demonstração da responsabilidade social**. Rio Grande do Sul: CRCRS, 2009.

ROMA, P. **Relatório de sustentabilidade – comparação e divulgação 2008 vs 2013**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Instituto politécnico superior de contabilidade e administração de Lisboa, 2016.

SILVA, T. P. Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de tecnologia. **Revista de Gestão da Tecnologia e Sistemas de Informação**, v. 12, n 3, 2015.

TACHIZAWA, T. **Gestão Ambiental e Responsabilidade Social Corporativa**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2016.

TEIXEIRA, N.; AMARO, A. **Avaliação do desempenho financeiro e da criação de valor - um estudo de caso**. Disponível em: <https://furb.br/universocontabil> .Acesso em: 15 de mar. de 2019.

TENÓRIO, F. **Responsabilidade Social Empresarial**. 2 Ed. Paraná: FGV, 2006.

## ANÁLISE DE DIFERENÇAS DE DESEMPENHO ENTRE EMPRESAS PARTICIPANTES E NÃO-PARTICIPANTES DO ISE-BM&FBOVESPA<sup>23</sup>

Lívia Arruda Castro<sup>24</sup>

**Resumo:** Este estudo teve como objetivo principal avaliar o desempenho financeiro de empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa, que reconhecidamente incorporam princípios de sustentabilidade, em comparação às empresas não participantes, exceto instituições financeiras. Assim, reuniram-se 28 empresas participantes do ISE e 28 empresas não participantes do ISE, para as quais foram coletadas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas na data base 31 de dezembro de 2013 dados financeiros para o cálculo de índices de estrutura de capital, gestão do capital de giro, liquidez, rentabilidade sobre o investimento, margem de lucratividade e valor de mercado. Foram realizados testes estatísticos de diferenças de médias de Wilcoxon, com nível de confiança 95% que compara se existem diferenças significantes entre os indicadores financeiros das empresas participantes do ISE em relação àquelas não participantes. Como regra geral, os testes revelaram não haver diferenças significantes entre os dois grupos. No entanto, quando a análise é realizada por setor econômico, foram reveladas diferenças significantes no setor econômico Materiais Básicos, no índice Margem EBITDA, e no setor econômico Utilidade Pública, no índice Cobertura das Despesas Financeiras, quando as empresas participantes do ISE revelaram desempenho significativamente superior às empresas não participantes do ISE.

**Palavras-chaves:** Desempenho Financeiro. Sustentabilidade. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

---

<sup>23</sup> Artigo publicado na Revista de Ciências Administrativas.

<sup>24</sup> Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará.

## 1 INTRODUÇÃO

Cada vez mais, as empresas enfrentam novos desafios em razão de exigências dos consumidores e de regras comerciais para o cumprimento de normas éticas, trabalhistas e socioambientais em toda a cadeia produtiva. Nesse contexto, a obtenção de reputação socioambiental demonstra transparência, confiabilidade e sustentabilidade, correspondendo a um relevante diferencial diante da concorrência. O reconhecimento da sustentabilidade transmite características relacionadas com fatores ambientais e sociais politicamente corretos, baseando-se na expectativa de que empresas sustentáveis são mais bem avaliadas pelas partes interessadas, e, portanto, poderão em longo prazo ser mais rentáveis do que outras empresas de seu setor. Esse aspecto pode ser contextualizado com a tendência mundial de investidores procurarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis para aplicar seus recursos. Acredita-se que estes investimentos “sustentáveis” geram valor para o acionista em longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos econômicos, sociais e ambientais. Essa demanda veio se fortalecendo ao longo do tempo e hoje é amplamente atendida por vários instrumentos financeiros no mercado internacional.

A criação de indicadores socioambientais, como o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005 pela BM&FBovespa, e o Índice Dow Jones de Sustentabilidade, instituído em 1999 pela Bolsa de Valores de Nova Iorque, com intuito de “destacar as empresas que procuram aliar desenvolvimento com eco-eficiência e responsabilidade social” (MAY; LUSTOSA; VINHA, 2003, p. 189), é um ato que começa a incorporar os riscos sociais e ambientais no mercado de capitais. Além dos indicadores citados, existem outros índices capazes de avaliar o nível de sustentabilidade das organizações para acompanhar e controlar as práticas e estratégias empresariais para obter competitividade e rentabilidade. Entre os principais índices globais, estão FTSE4good, Socially Responsible Investing (SRI/JSE), Environmental Sustainability Index (ESI) e Indicadores de desenvolvimento sustentável (IDS-IBGE).

O ISE tem por objetivo refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial, e também atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro. Este índice é composto por empresas que se destacam por sua sustentabilidade em longo prazo, correspondendo a um referencial do desempenho das empresas e sendo percebido com credibilidade pelo mercado, além de estimular boas práticas para o mercado. As empresas componentes da carteira teórica do ISE são escolhidas com base em um questionário encaminhado anualmente para as 200 empresas com ações mais líquidas da BM&FBovespa. A seleção das empresas é feita com base na melhor classificação,

considerando os critérios ambientais, sociais e financeiros, critérios gerais da empresa, critérios de natureza do produto e critérios de governança corporativa, avaliados pela BM&FBovespa.

A revisão das empresas participantes do ISE é realizada anualmente pela BM&FBovespa, tendo o número de empresas participantes variado no intervalo de 28 e 37 empresas, desde sua criação em 2005. Assim, diante de empresas que reconhecidamente incorporam princípios de sustentabilidade, instiga-se a pesquisa sobre o desempenho dessas empresas para compará-lo ao de outras empresas. Acredita-se que esta pesquisa possa contribuir para o entendimento sobre a diferença do desempenho financeiro de empresas que adotam de práticas de sustentabilidade, em virtude falta de consenso de trabalhos que estudam as empresas brasileiras participantes do ISE.

Nesse sentido, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: Quais as divergências no desempenho financeiro entre as empresas participantes do ISE e as empresas que não participam do ISE? Este estudo tem como objetivo principal avaliar o desempenho financeiro de empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa, que reconhecidamente incorporam princípios sustentabilidade, em comparação às empresas não participantes, exceto instituições financeiras. Para viabilizar o alcance do objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos: (1) mensurar indicadores financeiros quantitativos de empresas participantes e não participantes do ISE; (2) comparar os indicadores financeiros das empresas participantes do ISE e das empresas não participantes; (3) analisar as divergências do desempenho financeiro de empresas participantes e não participantes do ISE por setor de atividade econômica.

Embora exista uma premissa teórica de que empresas que adotam ações de sustentabilidade tenham despertado maior atenção de investidores, estas ações repercutem em custos adicionais para o ganho de imagem da empresa, custos que podem reduzir o lucro atual dos acionistas, considerando que o custo dessas ações é registrado no presente, enquanto o retorno dessas ações é percebido em longo prazo.

Assim, este estudo se justifica pela crença de que investidores seriam atraídos a aplicar em empresas sustentáveis, porque elas criam valor para os acionistas em longo prazo, ao aproveitar oportunidades e gerir riscos decorrentes da evolução econômica, ambiental e social (KNOEPFEL, 2001). Por ter sido criado recentemente, em novembro de 2005, a literatura não apresenta consenso sobre esta discussão (BARAKAT et al., 2016; GOMES; TORQUATO, 2011; MACEDO; CORRAR; SIQUEIRA, 2012; MACEDO et al., 2007; MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009; MAZZIONI et al., 2013; NUNES et al., 2010; REZENDE; NUNES; PORTELA, 2008; TEIXEIRA; NOSSA; FUNCHAL, 2011; TODESCHINI; MELLO, 2011; VITAL et al., 2009).



Inúmeros estudos já investigaram a relação entre sustentabilidade e performance financeira, mas os resultados são conflitantes, impedindo um consenso a respeito do tema. Acredita-se que este estudo possa contribuir com esta discussão, no intuito de verificar se o ISE apresenta um retorno superior, sob o pressuposto de que investidores perceberiam as atitudes sustentáveis dessas empresas como diferenciais competitivos.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Sustentabilidade empresarial**

Barbieri e Cajazeira (2009) definem empresa sustentável como aquela que incorpora os conceitos e objetivos do desenvolvimento sustentável em suas políticas e práticas de um modo consistente. Para se apresentar sustentável, a empresa deve, além de atender as necessidades dos stakeholders, proteger, sustentar e aumentar os recursos humanos e naturais necessários no futuro. Para Strong (1993), a empresa sustentável deve atender simultaneamente os critérios de equidade social, prudência ecológica e eficiência econômica. Marrewijk (2003) propôs um modelo de responsabilidade social e sustentabilidade com dimensões econômica, social e ambiental, simultaneamente, inseridas no contexto da responsabilidade organizacional, o qual está inserido em um contexto maior ainda de sustentabilidade.

Resgata-se que é a convergência entre diferentes modelos de sustentabilidade organizacional que surge o conceito de empresa sustentável. Ressalta-se, também, o atendimento às expectativas sociais aos trabalhadores, marcadamente no campo da saúde e segurança, assim como a gestão ambiental empresarial como evolução do simples atendimento às normas legais.

Atualmente, a sustentabilidade empresarial consiste em uma vantagem competitiva atual e em longo prazo, uma vez que busca satisfazer as necessidades empresariais presentes, sem comprometer as necessidades das gerações futuras, abrangendo, portanto, variáveis econômicas, sociais e ambientais.

### **2.2 Revisão de trabalhos que estudaram o ISE**

Macedo *et al.* (2007) analisaram o desempenho de empresas socialmente responsáveis, através de indicadores financeiros de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, referentes ao ano de 2005. Os autores selecionaram 29 empresas participantes do ISE em 2006 e outras pertencentes mesmos setores, listadas no Guia das 500 maiores e melhores empresas da Revista Exame em 2006 para a análise de seus índices de liquidez, endividamento e lucratividade. Os resultados mostraram

que, apesar de a princípio se imaginar que existissem diferenças entre empresas socialmente responsáveis e outras empresas sem esta característica, não se observaram diferenças significantes no ano de 2006 entre os dois grupos de empresas.

Rezende, Nunes e Portela (2008) investigaram se o retorno do índice de sustentabilidade empresarial é semelhante aos índices de ações convencionais da BM&Fbovespa, nos dezesseis meses do período compreendido entre dezembro de 2005 e março de 2007. Os autores utilizaram testes estatísticos para comparar o retorno médio do ISE com o retorno médio do Índice Bovespa (Ibovespa), Índice Brasil (IBrx) e do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Os achados confirmaram a hipótese de que, apesar de o ISE possuir uma carteira teórica diferenciada, seu retorno médio não possui diferenças significantes em relação aos demais índices de ações, indicando que mesmo selecionando empresas considerando o conceito de sustentabilidade, o ISE não possui melhor retorno que outros índices de ações.

Gallon e Ensslin (2008) investigaram a evidenciação dos elementos – empregados, fornecedores, comunidade, governança corporativa e meio ambiente – que se configuram como os pilares do ISE, nos Relatórios da Administração, do período de 2000 a 2006, das 34 empresas que compunham a carteira teórica do ISE de dezembro de 2006 a novembro de 2007, por meio da técnica da análise de conteúdo. Os resultados do estudo revelaram que os elementos empregados e fornecedores foram os mais evidenciados, seguido do elemento meio ambiente, sendo o elemento governança corporativa aquele que teve menor evidenciação. Além disso, os resultados constaram que 62,96% das empresas analisadas classificaram-se com evidenciação moderada. Já 25,93% das empresas classificaram-se com evidenciação baixa evidenciação, enquanto apenas 11,11% das empresas classificaram-se com evidenciação elevada, o que mostra que as empresas ainda têm um longo caminho a trilhar no sentido da transparência e qualidade da divulgação de suas práticas sustentáveis.

Vital *et al.* (2009) compararam o desempenho de indicadores financeiros de vinte empresas brasileiras listadas no Guia das 500 maiores e melhores da Revista Exame, que faziam parte ISE e das empresas que não faziam em 2009. Os autores analisaram os indicadores de Vendas (em valor e crescimento), Lucro Líquido, Rentabilidade, Capital Circulante Líquido, Liquidez Geral, Endividamento Geral, Endividamento de Longo Prazo, EBITDA e indicadores de exportação, referentes ao ano de 2008, com base na média aritmética dos números absolutos. Os resultados revelaram que as empresas que compõem a carteira teórica ISE apresentaram melhor desempenho apenas nos indicadores referentes às vendas e às exportações. Por outro lado, as empresas que não faziam parte do ISE foram melhores quanto ao crescimento, ao lucro, à lucratividade, à rentabilidade, ao endividamento e ao EBITDA.

Machado, Machado e Corrar (2009) investigaram se a rentabilidade média do ISE é estatisticamente igual à rentabilidade dos demais índices da BOVESPA, no período de dezembro de 2005 a novembro 2007, concluindo não haver diferença significativa entre o ISE e os demais índices da BOVESPA. O resultado apresentado não pode levar à conclusão de que investimentos socialmente responsáveis apresentam o mesmo retorno de investimentos que não adotam postura idêntica, mas que o retorno médio dos índices é semelhante, uma vez que um número relevante de empresas compõe simultaneamente mais de um índice.

Nunes *et al.* (2010) verificaram a relação do tamanho, setor de atividade, concentração acionária e localização à adesão das empresas ao ISE. Os autores analisaram as empresas que possuem as 119 ações mais líquidas listadas na BM&FBovespa, entre participantes e não participantes do ISE. Foi aplicado o Modelo Logit de Regressão Linear Múltipla para avaliar a contribuição de cada variável explicativa para estimar a variável dependente *dummy* (adesão ou não ao ISE). As variáveis independentes estudadas foram tamanho da empresa, setor econômico, concentração acionária e localização. Os autores concluíram que há indícios de que o tamanho das empresas e o setor econômico sejam fatores determinantes para a adesão da empresa ao ISE. Também identificaram que as variáveis localização e concentração acionária não apresentaram indícios de influência participação das empresas no ISE.

Gomes e Torquato (2011) investigaram se o retorno médio das empresas participantes do ISE é semelhante a outros índices de ações da BM&FBovespa. Foram realizados testes estatísticos que comparam o retorno médio do ISE com o retorno médio do Índice Bovespa (IBOV) e do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC). Os resultados revelaram que, apesar do ISE possuir uma carteira teórica diferenciada, o seu retorno não possui diferenças significantes aos demais índices de ações convencionais.

Todeschini e Mello (2011) verificaram se empresas de alguns setores econômicos participantes do ISE revelaram indicadores de rentabilidade superiores àqueles das empresas não participantes, no período de 2006 a 2009, identificando que apenas nos setores de “Consumo não Cíclico/Saúde” e “Financeiros e Outros/Intermediários Financeiros” as empresas participantes do ISE mostraram-se superiores. Segundo os autores, as ações de RSE adotadas pelas empresas vêm se disseminando e despertando a atenção de empresas e investidores, o que levou também os mercados financeiros a buscar índices capazes de refletir o desempenho das empresas nessa área de atuação. No entanto, o retorno financeiro dessas ações não é matéria de fácil mensuração, pois os investimentos em ações de responsabilidade social e ambiental podem acarretar custos adicionais, mas ao mesmo tempo, podem possibilitar a melhoria no desempenho financeiro, por meio dos ganhos para a imagem da empresa e da redução de eventuais passivos trabalhistas ambientais.

Teixeira, Nossa e Funchal (2011) investigaram se a forma de financiamento das empresas é afetada pela sua participação no ISE. Foi utilizada uma amostra de 378 empresas, dividida em 94 que participavam do ISE e 284 que não participavam. Considerando o ISE ter sido criado em dezembro de 2005, o período estudado compreendeu os anos de 2003 a 2008, no intuito de realizar uma comparação entre os três anos antes da primeira carteira (2003-2005) e os três anos com a carteira ISE (2006-2008). Os resultados revelaram que as empresas participantes do ISE tiveram uma relação negativa com o endividamento e o risco, quando comparadas com aquelas que não participavam, destacando a relevância dos índices de sustentabilidade como um canal de informação crível do comprometimento da empresa com a sustentabilidade.

Macedo, Corrar e Siqueira (2012) compararam o desempenho financeiro de empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil, socioambientalmente responsáveis e outras sem esta característica, no período de 2005 a 2007. Para separar os dois grupos, utilizou-se o critério de estar listada no ISE em, pelo menos, nos três anos completos de 2006, 2007 e 2008. Foi aplicada a Análise Envoltória de Dados aos índices de lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização das empresas, no período de 2005 a 2007. Os resultados revelaram que as empresas participantes do ISE apresentaram desempenho financeiro estatisticamente superior, podendo-se concluir pela superioridade de desempenho das empresas socioambientalmente responsáveis no período estudado.

Pletsch, Silva e Hein (2015) analisaram a relação entre a sustentabilidade e o desempenho financeiro das empresas listadas no ISE, no período compreendido entre 2008 a 2012. Por meio de relatórios de sustentabilidade e no balanço social das empresas, foram coletadas informações de Desempenho Econômico Financeiro, Benefícios Sociais Internos e Benefícios Sociais Externos. Foram aplicados testes estatísticos para análise de correlação canônica, que verificou as variáveis do estudo de duas formas: relação entre as variáveis de benefícios sociais internos e desempenho econômico financeiro e entre as variáveis de benefícios sociais externos e o desempenho econômico financeiro. Os resultados mostraram que o desempenho econômico financeiro influencia tanto nos benefícios sociais internos, quanto nos benefícios sociais externos, concluindo-se que, quanto maior for o desempenho econômico financeiro das empresas, maiores serão os investimentos destinados ao público interno das organizações, e, em seguida, é investido em benefícios sociais externos destinados à sociedade.

Mazzioni et al. (2013) compararam o desempenho na geração e distribuição do valor adicionado de empresas participantes do ISE e das demais empresas listadas na BM&FBovespa. Foram realizados testes estatísticos em onze indicadores relacionados ao valor adicionado em uma amostra composta por 143 empresas em 2009, 182 em 2010 e 185 em 2011. Os achados mostraram

que as empresas pertencentes ao ISE apresentaram desempenho estatisticamente superior, nos três períodos investigados, no montante médio de valor adicionado gerado, o que permite concluir que as empresas não participantes do ISE remuneraram expressivamente mais o capital de terceiros, enquanto as empresas ISE apresentam pagamentos superiores ao capital próprio.

Barakat *et al.* (2016) investigaram se empresas listadas no ISE apresentam retornos financeiros superiores aos das demais empresas da BM&FBovespa. O período amostral utilizado foi de 120 meses, de novembro de 2005 (quando o índice foi criado) até novembro de 2015. Para análise dos dados, foi realizada uma comparação do comportamento das ações do agregado de empresas que compõem a carteira do ISE em relação às demais ações do mercado. O principal diferencial do presente estudo, em relação a outros realizados com dados do ISE, é que a comparação não foi feita diretamente com o Ibovespa, visto que o Ibovespa contém também as ações do ISE. As empresas do ISE foram extraídas da carteira do Ibovespa e o índice das empresas restantes foi reconstruído seguindo a mesma metodologia do Ibovespa e, assim, foi comparado o desempenho do ISE com o índice Ibovespa excluindo as participantes do ISE. Os resultados encontrados mostraram evidências da superioridade da carteira do ISE contra as demais empresas no período observado.

Na revisão da literatura, percebeu-se a sustentabilidade empresarial como um elemento estratégico que tem se tornado, não somente um diferencial na melhoria da imagem corporativa, como também uma variável que pode ser determinante para o desempenho financeiro das empresas que a adotam. Embora nem sempre sejam conclusivos, as investigações sobre os diferenciais da sustentabilidade corporativa no desempenho financeiro das empresas prosperam e revelam-se cada vez mais frequentes, desenvolvendo uma construção de atributos para a sustentabilidade empresarial e delineando, paulatinamente, evidências de seu alinhamento aos interesses de acionistas e demais partes interessadas.

### **3 METODOLOGIA**

Este estudo empírico tem caráter hipotético indutivo, buscando inferências a partir de dados de amostra de índices calculados por meio de demonstrações contábeis de empresas brasileiras participantes e não participantes do ISE. Essas inferências se apoiam em resultados estatísticos, explanatórios das evidências empíricas que suportam este estudo. Os procedimentos utilizados nesta pesquisa são classificados na tipologia empírico analítica, uma vez que compreende técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos, com forte preocupação com a relação causal entre variáveis, e a validação da prova científica é buscada através de testes de graus de significância (MARTINS, 1994).

Este estudo possui abordagem quantitativa, uma vez que foi feita com base em dados estatísticos. Quanto aos objetivos, esta pesquisa classifica-se descritiva, uma vez que tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população, neste caso, empresas brasileiras participantes e não participantes do ISE. Também é classificado como documental, devido ao procedimento adotado para a coleta de dados, utilizando-se de dados secundários extraídos dos relatórios anuais de empresas listadas na BM&FBovespa.

O ISE foi lançado em 2005, pela BM&FBovespa para atender a um segmento de mercado por um indicador que identificasse empresas com desempenho financeiro relevante relacionado a ações de sustentabilidade social e ambiental, servindo como indicador para os investidores que procuram empresas com este perfil para realizar suas aplicações. Para compor sua carteira, o ISE aplica anualmente um questionário voluntário às empresas e avalia seu comprometimento com as questões de sustentabilidade. As respostas das companhias são analisadas por uma ferramenta estatística chamada “análise de clusters”, que identifica grupos de empresas com desempenhos similares e aponta o grupo com melhor desempenho geral. As empresas desse grupo irão compor a carteira final do ISE (que terá um número máximo de 40 empresas), após aprovação do Conselho deliberativo do ISE (BM&FBOVESPA, 2014).

Foram selecionadas para compor a amostra da pesquisa 28 empresas não financeiras participantes do ISE em 31/03/2014 e 28 empresas, atuantes no mesmo setor econômico, porém não participantes do ISE, compondo uma amostra final de 56 companhias brasileiras. Para a escolha das empresas não participantes do ISE, escolheram-se prioritariamente aquelas companhias que além de serem do mesmo setor econômico também fossem do mesmo segmento, conforme classificação da BM&FBovespa. Caso não houvesse outra empresa classificada no mesmo segmento, ou caso houvesse mais de uma empresa listada no mesmo segmento, priorizaram-se aquelas empresas fossem listadas no Novo Mercado, por possuir o mais elevado padrão de governança corporativa.

Para não distorcer os resultados, optou-se por excluir as instituições financeiras tendo em vista que as mesmas estão sujeitas a normatização específica do Banco Central, além de não serem aplicáveis alguns indicadores investigados nesta pesquisa, tais como índices de liquidez seca e de gestão de capital de giro. A amostra deste estudo caracteriza-se como não-probabilística, devendo-se ressaltar que os resultados desta pesquisa não podem ser generalizados. O número de empresas selecionadas por setor, participantes e não participantes do ISE está relacionado abaixo na Tabela 1.

**Tabela 1 – N° de empresas participantes e não participantes do ISE**

<b>Setor econômico</b>	<b>N° de empresas participantes do ISE</b>	<b>N° de empresas não participantes do ISE</b>
Bens industriais	2	2
Consumo não básico	1	1
Consumo cíclico	1	1
Consumo não cíclico	1	1
Construção e Transporte	1	1
Materiais básicos	7	7
Telecomunicações	2	2
Utilidade Pública	13	13
<b>TOTAL</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>Fonte:</b> Elaborado pelo autor.		

No Quadro 1, relacionaram-se as empresas participantes e não participantes do ISE que foram selecionadas para o estudo, considerando-se a data base de 31/03/2014.

**Quadro 1 – Amostra de empresas selecionadas para o estudo**

<b>Setor</b>	<b>Empresas Participantes do ISE</b>	<b>Empresas Não Participantes do ISE</b>
Bens industriais	Indústrias Romi S.A.	Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A.
	Embraer S. A.	Autometal S.A.
Consumo não básico	BRF - Brasil Foods S.A.	JBS S.A.
Consumo não cíclico	Natura Cosméticos S.A.	Avon Products Inc.
Construção e transporte	Even Construtora e Incorporadora S.A.	Cyrela Brazil Realty S.A.
Consumo Cíclico	Anhanguera Educacional Participações S.A.	Estácio Participações S.A.
Materiais básicos	Duratex S.A.	Eucatex S.A.
	Fibria Celulose S.A.	Klabin S/A
	Suzano Papel e Celulose S.A.	Companhia Melhoramentos de São Paulo
	Vale S. A.	MMX Mineração e Metálicos S.A.
	Braskem S.A.	Unipar Participações S.A.
	Gerdau S.A.	Companhia de Ferro Ligas da Bahia
	Metalúrgica Gerdau S.A.	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.
Telecomunicação	Telemar Norte Leste S. A.	Brasil Telecom S.A.
	Tim Participações S.A.	Vivo Participações S.A.
Utilidade Pública	Companhia de Saneamento de Minas Gerais	Companhia de Saneamento do Paraná
	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo	Sanesalto Saneamento S.A.
	AES Tietê S.A.	Ampla Energia e Serviços S.A.
	Companhia Energética de Minas Gerais	Companhia Energética de Pernambuco

	Companhia Energética de São Paulo	Companhia Energética do Maranhão
	Companhia Energética do Ceará	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia
	Companhia Paranaense de Energia	Companhia Energética do Rio Grande do Norte
	CPFL Energia S.A.	Equatorial Energia S.A.
	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	Espírito Santo Centrais Elétricas S.A.
	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.	Rede Energia S.A.
	EDP – Energias do Brasil S.A.	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.
	Light S.A.	Centrais Elétricas Matogrossenses S.A.
	Tractebel Energia S.A.	Energética Barra Grande S.A.

Fonte: BM&FBOVESPA (2014)

Para cada uma das empresas acima, foram coletadas na data base 31 de dezembro de 2013 as informações financeiras necessárias para o cálculo dos índices relacionados no Quadro 2, a seguir:

**Quadro 2 – Índices selecionados para o estudo**

<b>Tipo do índice</b>	<b>Nome do índice</b>	<b>Fórmula do índice</b>
1. ESTRUTURA DE CAPITAL	1.1. Composição do Endividamento	Passivo circulante/(Passivo circulante + Passivo não circulante)
	1.2. Participação de capital de terceiros	(Passivo Circulante + não circulante)/ Patrimônio líquido
	1.3. Imobilização do patrimônio líquido	(Investimentos + Imobilizado + Intangível) / Patrimônio líquido
2. GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO	2.1. Margem EBITDA	EBITDA / Receita líquida
3. LIQUIDEZ	2.2. Cobertura de despesas financeiras	EBITDA / Despesas financeiras
	3.1. Liquidez Corrente	Ativo circulante / Passivo circulante
4. RENTABILIDADE SOBRE O INVESTIMENTO	3.2. Liquidez seca	(Ativo circulante - Estoques) / Passivo circulante
	4.1. Rentabilidade do Ativo	Lucro líquido / Ativo Total
	4.2. Rentabilidade do Patrimônio líquido	Lucro líquido / Patrimônio líquido
5. MARGEM DE LUCRATIVIDADE	5.1. Margem bruta	Lucro bruto /Receita líquida
	5.2. Margem operacional	Lucro operacional / Receita líquida
	5.3. Margem líquida	Lucro líquido / Receita líquida
6. VALOR DE MERCADO	6.1. Preço/Valor patrimonial da ação	Valor de mercado da ação / Patrimônio líquido por ação
	6.2. Preço/Lucro	Valor de mercado da ação / Lucro por ação

Fonte: Elaborado pelo autor.

As informações contábeis referentes às empresas selecionadas foram coletadas no *website* da BM&FBovespa, <<http://www.bmfbovespa.com.br>>, na seção de informações relevantes, subseção Dados Econômico Financeiros, nos relatórios “Demonstrações Financeiras Anuais Completas”, em



agosto de 2014. As informações referentes à cotação de mercado das ações das companhias selecionadas foram coletadas na seção de Histórico de Cotações. Para as empresas que não tiveram negociação em 31/12/2013, data base escolhida para análise dos dados desta pesquisa, coletou-se a cotação mais recente anterior a esta data. Os dados coletados foram transcritos para planilhas eletrônicas e agrupados conforme a participação ou não no ISE.

Também, foram registradas na planilha a razão social da empresa, as moedas de apresentação e as unidades em que os valores foram divulgados. Concluída a tabulação dos dados, calcularam-se os índices descritos no Quadro 2, agrupando-os segundo a participação ou não da empresa no ISE. Verificou-se que as empresas participantes do ISE - Gerdau S.A. e Metalúrgica Gerdau S.A. - e que a não participante Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A. não apresentaram atividades operacionais no período da coleta. Desta forma, os índices que possuíam o componente “Receita Líquida” não puderam ser calculados para estas companhias, o que determinou sua exclusão da análise dos indicadores Margem EBITDA, Margem bruta, Margem operacional e Margem líquida.

Neste estudo, utilizou-se a técnica estatística de diferenças entre médias para duas amostras (empresas participantes e empresas não participantes do ISE) que consiste em examinar se a diferença entre as médias de dois grupos de variáveis é significantemente relevante do ponto de vista estatístico. Os testes estatísticos foram realizados com auxílio do programa *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) 18.0 for Windows, software de análise estatística para uso em pesquisas. Para examinar se os dados da amostra apresentavam distribuição normal, foi realizado o teste de Kolmogorov Smirnov, no entanto os resultados revelaram que os dados da amostra não seguiam uma distribuição normal. Assim, foram realizados testes para dados não paramétricos de diferenças de médias de Wilcoxon, para duas amostras relacionadas. Os testes estatísticos foram realizados com nível de confiança 95%.

## **4 RESULTADOS**

Nesta seção, foram analisados os resultados dos testes estatísticos, que foram distribuídos em duas partes. A primeira delas apresenta os resultados gerais dos indicadores financeiros de companhias participantes e não participantes do ISE, enquanto a segunda discute os resultados por setor econômico.

### **4.1 Análise geral dos indicadores financeiros de companhias participantes e não participantes do ISE**

A Tabela 2 apresenta os resultados dos testes de diferenças entre médias dos indicadores de companhias participantes e não participantes do ISE. Observa-se que os resultados não relevaram diferenças estatisticamente significantes entre as empresas participantes e não participantes do ISE.

**Tabela 2 – Resultado geral dos testes de diferenças entre médias**

Tipo de Índice	Índice	Tipo de empresa	N° de observações	Média	Teste de Wilcoxon	
					z	Sig.
						(P-value)
1. ESTRUTURA DE CAPITAL	1.1. Composição do Endividamento	ISE	28	0,33	-1,12	0,26
		Não ISE	28	0,38		
	1.2. Participação de capital de terceiros	ISE	28	1,08	-1,00	0,32
		Não ISE	28	1,01		
	1.3. Imobilização do patrimônio líquido	ISE	28	1,30	-0,18	0,86
		Não ISE	28	1,06		
2. GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO	2.1. Margem EBITDA	ISE	26	0,41	-1,21	0,23
		Não ISE	27	1,52		
	2.2. Cobertura de despesas financeiras	ISE	28	5,64	-1,66	0,10
		Não ISE	28	4,31		
3. LIQUIDEZ	3.1. Liquidez Corrente	ISE	28	1,71	-0,77	0,44
		Não ISE	28	1,46		
	3.2. Liquidez seca	ISE	28	1,56	-0,93	0,35
		Não ISE	28	1,27		
4. RENTABILIDADE SOBRE O INVESTIMENTO	4.1. Rentabilidade do Ativo	ISE	28	0,08	-1,53	0,13
		Não ISE	28	0,05		
	4.2. Rentabilidade do Patrimônio líquido	ISE	28	0,17	-0,64	0,52
		Não ISE	28	0,17		
5. MARGEM DE LUCRATIVIDADE	5.1. Margem bruta	ISE	26	0,39	-0,22	0,83
		Não ISE	27	0,41		
	5.2. Margem operacional	ISE	26	0,31	-0,47	0,64
		Não ISE	27	1,45		
	5.3. Margem líquida	ISE	26	0,59	-1,28	0,20
		Não ISE	27	1,26		
6. VALOR DE MERCADO	6.1. Preço/Valor patrimonial da ação	ISE	28	2,19	-0,84	0,40
		Não ISE	28	1,49		
	6.2. Preço/Lucro	ISE	28	15,24	-0,34	0,73
		Não ISE	28	22,89		

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

No entanto, sem considerar significância estatística para as diferenças observadas, houve diferenças nos indicadores entre os dois grupos de empresas. Os indicadores de Estrutura de Capital das empresas participantes do ISE revelaram-se superiores apenas no índice Composição do Endividamento.

Já para os índices de Participação de Capital de Terceiros e de Imobilização do Patrimônio Líquido foram as empresas não participantes do ISE que apresentaram o melhor desempenho. Para os índices de Gestão do Capital de Giro, as empresas não participantes do ISE revelaram superioridade apenas no índice Margem EBITDA, enquanto as empresas consideradas sustentáveis apresentam melhor desempenho no índice Cobertura de Despesas Financeiras. Os índices de Liquidez, tanto Liquidez Corrente quanto liquidez seca, revelaram-se superiores nas empresas participantes do ISE. Na análise dos índices de Rentabilidade sobre o Investimento, o índice Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido se revelou bem próximo em ambos os grupos de empresas, no entanto foi superior nas empresas participantes do ISE. Em consonância, o índice Rentabilidade sobre o Ativo também se mostrou superior nas empresas consideradas sustentáveis.

Por outro lado, em relação à Margem de Lucratividade, as empresas não participantes do ISE apresentaram o melhor desempenho, em relação a todos os índices analisados: Margem Bruta, Margem Operacional e Margem Líquida. Já os índices de Valor de Mercado, tanto Preço/Valor patrimonial da ação quanto Preço/Lucro, foram superiores nas empresas participantes do ISE.

#### 4.2 Análise por setor econômico dos indicadores financeiros de companhias participantes e não participantes do ISE

Para investigar em maior profundidade as diferenças descobertas, as 28 empresas foram segregadas por setor econômico, conforme a classificação da BM&FBovespa. Foram realizados novamente testes de diferenças de médias entre as companhias participantes e não participantes do ISE, desta vez considerando o setor econômico.

No processamento dos testes estatísticos por setor econômico, os resultados para os setores de Consumo não básico, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico e Construção e Transporte foram considerados como resultados omissos (“*missing values*”), para os quais existem outras técnicas mais sofisticadas de processamento de dados, que não foram utilizadas nessa pesquisa.

Na análise dos índices de Estrutura de Capital (Tabela 3), não foram observadas diferenças significantes entre os grupos de companhias participantes e não participantes do ISE.

**Tabela 3 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Estrutura de Capital**

Índice	1.1. Composição do Endividamento				1.2. Participação de capital de terceiros				1.3. Imobilização do patrimônio líquido			
	Média		Sig.		Média		Sig.		Média		Sig.	
	ISE	Não ISE	z	(P-value)	ISE	Não ISE	z	(P-value)	ISE	Não ISE	Z	(P-value)

Bens industriais	0,41	0,59	-1,34	0,18	1,53	-0,31	-1,34	0,18	0,77	0,49	-0,45	0,65
Materiais básicos	0,22	0,40	-1,52	0,13	0,84	0,89	-0,17	0,87	1,35	1,07	-1,52	0,13
Telecomunicação	0,44	0,46	-0,45	0,66	1,57	0,76	-1,34	0,18	1,73	0,98	-0,45	0,65
Utilidade Pública	0,32	0,31	-0,4	0,97	1,23	1,18	-1,29	0,20	1,41	1,09	-0,11	0,92

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Na análise dos índices de Gestão do Capital de Giro (Tabela 4), foram reveladas diferenças significantes entre os índices das companhias participantes e não participantes do ISE. No setor de Materiais Básicos, a Margem EBITDA das companhias sustentáveis foi significativamente superior. O mesmo ocorreu para o índice de Cobertura das Despesas Financeiras, quando as companhias participantes do ISE do setor Utilidade Pública novamente se revelaram significativamente superiores às não participantes.

**Tabela 4 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Gestão do Capital de Giro**

Índice	2.1. Margem EBITDA				2.2. Cobertura de despesas financeiras			
	Média		z	Sig. (P-value)	Média		Z	Sig. (P-value)
	ISE	Não ISE			ISE	Não ISE		
Bens industriais	0,14	1,18	-0,45	0,65	4,78	1,56	-1,34	0,18
Materiais básicos	0,42	0,17	-2,02	*0,04	5,90	5,55	-0,68	0,50
Telecomunicação	0,34	1,13	-0,45	0,65	5,20	8,35	-1,34	0,18
Utilidade Pública	1,40	0,27	-1,43	0,15	5,21	2,80	-2,13	*0,03

\*Diferença estatisticamente significativa

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Na análise dos índices de Liquidez (Tabela 5), não foram observadas diferenças significantes entre os dois grupos de empresas.

**Tabela 5 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Liquidez**

Índice	3.1. Liquidez Corrente				3.2. Liquidez seca			
	Média		z	Sig. (P-value)	Média		Z	Sig. (P-value)
	ISE	Não ISE			ISE	Não ISE		
Bens industriais	1,81	0,32	-1,34	0,18	1,10	0,24	-1,34	0,18
Materiais básicos	1,68	2,68	-1,69	0,09	1,40	2,10	-1,52	0,13
Telecomunicação	1,02	0,84	-0,45	0,65	1,00	0,83	-0,44	0,65
Utilidade Pública	1,21	1,07	-1,08	0,28	1,19	1,06	-0,94	0,35

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Na análise dos índices de Margem de Lucratividade (Tabela 6), também não foram observadas diferenças significantes entre companhias participantes e não participantes do ISE.

**Tabela 6 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Margem de Lucratividade**

Índice	4.1. Rentabilidade do Ativo				4.2. Rentabilidade do Patrimônio líquido			
	Média		z	Sig. (P-value)	Média		Z	Sig. (P-value)
	ISE	Não ISE			ISE	Não ISE		
Bens industriais	0,04	-0,01	-0,45	0,65	0,11	0,16	-0,45	0,65
Materiais básicos	0,08	0,04	-1,35	0,18	0,13	0,07	-1,52	0,13
Telecomunicação	0,08	0,11	-1,34	0,18	0,17	0,18	-0,45	0,65
Utilidade Pública	0,08	0,05	-0,94	0,35	0,18	0,23	-0,31	0,75

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Novamente, os índices de Rentabilidade sobre o Investimento (Tabela 7) não revelaram diferenças significantes entre as empresas reconhecidamente sustentáveis ou não.

**Tabela 7 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Rentabilidade sobre o Investimento**

Índice	5.1. Margem bruta				5.2. Margem operacional				5.3. Margem líquida			
	Média		z	Sig. (P-value)	Média		z	Sig. (P-value)	Média		Z	Sig. (P-value)
	ISE	Não ISE			ISE	Não ISE			ISE	Não ISE		
Bens industriais	0,27	0,08	-1,34	0,18	0,10	0,17	-0,45	0,65	0,09	0,14	-0,45	0,65
Materiais básicos	0,23	0,36	-1,18	0,24	0,21	0,13	-0,34	0,74	0,17	0,09	-0,51	0,61
Telecomunicação	0,46	0,54	-1,34	0,18	0,19	1,04	-0,45	0,65	0,15	0,92	-1,34	0,18
Utilidade Pública	0,43	0,42	-1,17	0,86	0,29	0,20	-1,15	0,25	0,21	-0,01	-1,22	0,22

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Por último, a análise dos índices de Valor de Mercado (Tabela 8) também não revelou diferenças significantes entre os dois grupos de empresas.

**Tabela 8 – Resultado dos testes de diferenças entre médias de índices de Valor de Mercado**

Índice	6.1. Preço/Valor patrimonial da ação				6.2. Preço /Lucro			
	Média		z	Sig. (P-value)	Média		Z	Sig. (P-value)
	ISE	Não ISE			ISE	Não ISE		
Bens industriais	1,62	1,03	-0,45	0,65	15,41	2,31	-1,34	0,18
Materiais básicos	1,36	1,07	-1,01	0,31	11,90	18,33	-0,17	0,87
Telecomunicação	0,49	1,91	-1,34	0,18	3,07	10,31	-0,45	0,65
Utilidade Pública	1,97	1,15	-0,45	0,65	15,49	32,60	-0,52	0,60

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

### 4.3 Discussão dos resultados

Na análise geral dos indicadores financeiros de empresas participantes e não participantes do ISE, este estudo revelou não haver diferença significativa entre os indicadores financeiros dos dois grupos, indicando, assim, semelhança no desempenho das empresas. Esses resultados corroboram com os achados de Macedo *et al.* (2007), Rezende, Nunes e Portela (2008), Machado, Machado e Corrar (2009), Gomes e Torquato (2011), Macedo, Corrar e Siqueira (2012), Todeschini e Mello (2011), que, também, em uma análise geral sem diferenciação por setor econômico, também não identificaram diferença significativa no desempenho financeiro de empresas reconhecidamente sustentáveis ou não.

Por outro lado, a análise por setor econômico revelou haver diferenças significantes no setor de Materiais Básicos, em que o índice Margem EBITDA das empresas participantes foi significativamente superior às empresas não participantes do ISE, e no setor de Utilidade Pública, em que o índice Cobertura das Despesas Financeiras das empresas participantes também revelou desempenho significativamente superior. Por sua vez, estes achados estão em consonância com os achados de Teixeira, Nossa e Funchal (2011), Macedo, Corrar e Siqueira (2012), Mazzioni *et al.* (2013) e Barakat *et al.* (2016), uma vez que também identificaram superioridade no desempenho financeiro de empresas participantes do ISE.

No setor de Utilidade Pública, a superioridade do índice Cobertura das Despesas Financeiras das empresas participantes do ISE se assemelha com os achados de Teixeira, Nossa e Funchal (2011) e de Todeschini e Mello (2011), que também encontraram relação negativa com o endividamento de empresas sustentáveis.

Todeschini e Mello (2011), embora não tenham encontrado diferença significativa na análise geral, encontraram desempenho financeiro significativo superior pelas empresas participantes do ISE quando analisaram por setor econômico. Esses autores também encontraram desempenho significativamente superior nos setores de “Consumo não Cíclico/Saúde” e “Financeiros e Outros/Intermediários Financeiros” nas empresas participantes do ISE.

Situação semelhante foi constatada pelos achados de Macedo, Corrar e Siqueira (2012), uma vez que, em uma análise geral, não encontraram desempenho financeiro significativamente superior para as empresas participantes do ISE. Por outro lado, na análise por setor econômico, os indicadores de Liquidez Corrente e Endividamento no Curto Prazo, nos setores de Papel e Celulose, e o indicador de Endividamento no Curto Prazo, no setor de Química e Petroquímica, das empresas participantes do ISE foram significativamente superiores às empresas não participantes.

Por outro lado, a superioridade dos índices Margem EBITDA e Cobertura das Despesas Financeiras revelada neste estudo pelas empresas participantes do ISE mostra-se contrária aos achados de Vital *et al.* (2009), que encontrou superioridade nestes dois indicadores para empresas que não faziam parte do ISE.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo teve como objetivo principal avaliar o desempenho financeiro de empresas participantes do ISE da BM&FBovespa, que reconhecidamente incorporam princípios de sustentabilidade em comparação às empresas não participantes, exceto instituições financeiras. Em um contexto de que as empresas sustentáveis têm atraído a atenção de investidores, desejou-se analisar o retorno financeiro dessas empresas. Foi utilizada uma amostra de 28 empresas participantes e 28 empresas não participantes do ISE em 31 de março de 2014. Desta forma, foram coletadas informações financeiras referentes ao período de 31 de dezembro de 2013.

Os resultados revelaram não haver diferença significativa no desempenho financeiro das empresas participantes e não participantes do ISE, corroborando com os resultados encontrados por de Macedo *et al.* (2007), Rezende, Nunes e Portela (2008), Machado, Machado e Corrar (2009), Gomes e Torquato (2011), Macedo, Corrar e Siqueira (2012), Todeschini e Mello (2011). Por outro lado, quando analisados por setor econômico, foram reveladas diferenças significantes no setor econômico Materiais Básicos, no índice Margem EBITDA, e no setor econômico Utilidade Pública, no índice Cobertura das Despesas Financeiras. Em ambos os casos, os indicadores das empresas participantes do ISE revelaram-se significativamente superiores às empresas não participantes do ISE. Estes achados corroboram com aqueles encontrados por Teixeira, Nossa e Funchal (2011) e Mazzioni *et al.* (2013), e com os resultados por setor econômico de Todeschini e Mello (2011) e Macedo, Corrar e Siqueira (2012), e Barakat *et al.* (2016), porém estão em desacordo com os resultados de Vital *et al.* (2009).

Merece destaque que, mesmo tendo encontrado desempenho financeiro superior pelas empresas participantes do ISE em apenas nas duas ocasiões descritas acima, não foi revelada nenhuma ocasião de superioridade dos índices pelas empresas não participantes do ISE. Desta forma, pode-se concluir que não há evidências de que os custos adicionais decorrentes de ações de sustentabilidade de empresas participantes do ISE impactassem negativamente em seu desempenho financeiro.

Este trabalho se apresenta como uma iniciativa de discutir o tema da sustentabilidade de forma direta, por meio de uma comparação direta e objetiva, utilizando o desempenho financeiro

como base de comparação, porém apresenta limitações, como a pequena quantidade de empresas que foram analisadas. Além disso, não foi possível analisar os setores Consumo não básico, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico e Construção e Transporte, uma vez que os resultados dos testes estatísticos de Wilcoxon foram omissos (“missing values”). Para as futuras pesquisas, sugerem-se estudos com combinação de técnicas estatísticas mais sofisticadas, como a análise de dados em painel, com mais setores e incluindo algumas variáveis de controle.

## REFERÊNCIAS

BARAKAT, S. R.; SANCHES, M. V.; MACLENNAN, M. L. F.; POLO, E.; OLIVEIRA JÚNIOR, M. M. Associação entre Desempenho Econômico e Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bolsa de Valores de São Paulo . **Gestão & Regionalidade**, v. 32, n. 95, p. 127-142, São Caetano do Sul. 2016.

BARBIERI, J. C.; CAJAZEIRA, J. E. R. **Responsabilidade social empresarial e empresa sustentável**. São Paulo: Saraiva, 2009.

BM&FBOVESPA. Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/ISE.pdf>>. Acesso em: 05/04/2014.

GALLON, A. V.; ENSSLIN, S. R. Evidenciação estratégica dos pilares da sustentabilidade empresarial: investigação no Relatório da Administração das empresas que compõem o ISE. **Revista Pensar Contábil**, v. 1, n.1, p. 5-14, Rio de Janeiro. 2008.

GOMES, F. P.; TORTATO, U. Adoção de práticas de sustentabilidade como vantagem competitiva: evidências empíricas. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 5, n. 2, p. 33-49, Niterói. 2011.

KNOEPFEL, I. Dow Jones sustainability group index: a global benchmark for corporate sustainability. **Corporate Environmental Strategy: International Journal of Corporate Sustainability**, v. 8, n. 1, p. 6-15, United States. 2001.

MACEDO, M. A. S.; CORRAR, L. J.; SIQUEIRA, J. R. M. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socioambientalmente responsáveis no Brasil. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 9, n. 1, p. 13-26. São Leopoldo. 2012.

MACEDO, M. A. S.; SOUSA, A. C.; SOUSA, A. C. C.; CÍPOLA, F. C. Análise comparativa do desempenho contábil-financeiro de empresas socialmente responsáveis. **Pensar Contábil**, v. 11, n. 43, art. 2, p. 15-23. Rio de Janeiro. 2009.

MACHADO, M.R.; MACHADO, M.A.V.; CORRAR, L.J. Desempenho do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da bolsa de valores de São Paulo. **Revista Universo Contábil (Online)**, v. 5, n. 2, p. 24-38. Blumenau. 2009.

MARREWIJK, M. V.; TIMMERS, J. Human capital management: New possibilities in people management. **Journal of Business Ethics**, v. 44, n. 2-3, p. 171-184, maio. Netherlands. 2003.



MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MAY, P.; LUSTOSA, M.C.; VINHA, V. **Economia do meio ambiente: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

MAZZIONI, S.; DIEL, F. J.; DIEL, E. H.; KRUGER, S. D.; KLANN, R. C. Análise dos Indicadores de valor adicionado das empresas participantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e das demais empresas listadas na BM& F Bovespa. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 11, n. 2, p. 159-180. Fortaleza. 2013.

NUNES, J. G.; PORTELA, S. S.; TEIXEIRA, A. J.; SILVA, A. R. L. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. v.7 n. 4, p. 328-340, out/dez. São Leopoldo. 2010.

PLETSCH, C. S.; SILVA, A.; HEIN, N. Responsabilidade Social e Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas Listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 9, n. 2, p. 53-69. São Paulo. 2015.

REZENDE, I. A. C.; NUNES, J. G.; PORTELA, S. S.. Um estudo sobre o desempenho financeiro do índice bovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 2, n. 1, p. 71-93, jan/abr. Brasília. 2008.

STRONG, M. Prefácio. In: SACHS, I. **Estratégias de transição para o século XXI: Desenvolvimento e meio ambiente**. São Paulo: Studio Nobel/FUNDAP, p. 7-9. 1993.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V; FUNCHAL, B. Sinalizando responsabilidade social: relação entre o índice de sustentabilidade empresarial e a estrutura de capital das empresas. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. v. 22, n. São Paulo. 55. 2011.

TODESCHINI, C.; MELLO, G. R. Evidências empíricas sobre desempenho e sustentabilidade empresarial. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 8., 2011, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2011.

VITAL, J. T.; CAVALCANTI, M. M.; DALLÓ, S.; MORITZ, G. O.; COSTA, A. M. A influência da participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) Desempenho Financeiro das Empresas. **Revista de Ciências da Administração**, v.11, n.24, pp. 11- 40. Florianópolis. 2009.

**ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE DE COMPOSIÇÃO DE  
ENDIVIDAMENTO E O VALOR DA AÇÃO DAS EMPRESAS DE SIDERURGIA  
LISTADAS NA B3 NO PERÍODO DE 2009 A 2018.**

**Jocelino da Silva Carvalho<sup>25</sup>**

**José Maria Alexandre Silva<sup>26</sup>**

**Liliana Farias Lacerda<sup>27</sup>**

**RESUMO**

objetivo geral desse trabalho é demonstrar se existe correlação entre o índice de composição de endividamento com o valor da ação das empresas de siderurgia listada na Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>) no período de 2009 a 2018. A pesquisa pode ser classificada em descritiva, bibliográfica e quantitativa, uma vez que foram analisados e reclassificados os dados de 2009 a 2018 dos Balanços Patrimoniais das quatro listadas na B3. Os resultados apontaram para uma correlação negativa entre o índice de composição de endividamento e o valor da ação, o que permite concluir que o índice de composição de endividamento das empresas do setor de siderurgia está negativamente associado ao preço das ações de suas empresas.

**Palavras-chave:** Índice de composição de endividamento; Preço da ação; Setor de Siderurgia.

---

<sup>25</sup> Bacharel em Ciências Contábeis pelo Centro Universitário Unifametro

<sup>26</sup> Pós Graduado em Contabilidade e Planejamento Tributário pela Universidade Federal do Ceará

<sup>27</sup> Doutora em Administração pela Universidad Americana

## **1 INTRODUÇÃO**

Iudícibus (2012) afirma que, a análise de balanços é o seu ponto mais importante no cálculo e avaliação dos quocientes, relacionando os itens e grupos do Balanço e da Demonstração do Resultado.

No contexto dos mercados de capitais, Mellagi Filho e Ishikawa (2012) apontam a relevância dos indicadores extraídos da análise de balanços para investidores, uma vez que servem como base de dados para medir o risco que o investidor assume quando resolve investir em ações.

É mister destacar que o entendimento do comportamento das ações na Bolsa de valores reúne diversos fatores, e o conhecimento dos atributos que afetam a rentabilidade das ações no mercado de capitais se torna relevante para decidir se deve-se ou não investir em determinada empresa

Uma das formas de se tentar prever o comportamento do preço das ações e a partir da teoria do trade-off desenvolvida em Myers (1984), segundo o autor a partir da elevação dos níveis de endividamento a empresa teria o seu valor elevado, uma vez que a dedução das despesas financeiras geraria uma economia de imposto o que elevaria o lucro e o preço da ação.

Nessa ideia o incremento no valor das ações poderia ser decorrente dos benefícios advindos por maior exposição a endividamento com terceiros. Com base neste contexto, o problema que orienta a pesquisa é: Qual a correlação entre os índices de endividamento e o valor de mercado das ações das empresas de siderurgia listada na B3 no período de 2009 a 2018?

A presente pesquisa tem como objetivo geral examinar se existe correlação entre o índice de composição de endividamento e o valor das ações das empresas de siderurgia listada na B3 no período de 2009 a 2018. Para alcance do objetivo geral, determinaram-se dois objetivos específicos: I - Selecionar os indicadores de composição de endividamento e praticar a análise das demonstrações contábeis e II - Identificar por meio de correlação linear se os indicadores de composição de endividamento refletem o comportamento das ações das empresas de siderurgia listada na B3.

O presente trabalho tem como justificativa fornecer evidências que beneficiem agentes dos mercados de capitais, bem com fornecer mais subsídios acerca da relevância da informação contábil no contexto dos mercados de capitais.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Brito, Corrar e Batistella (2007) consideram a teoria da estrutura de capital como uma abordagem de estudo bastante recorrente nas pesquisas ligadas a área das finanças corporativa, contudo ainda continua despertando interesse de estudiosos.

Nascimento (2012) explica que as teorias da estrutura de capital se baseiam na formação do patrimônio das empresas e como esse patrimônio irá ser financiado, ou seja, as empresas para colocar suas atividades em prática se utilizam de fontes como recursos capitais próprios ou de terceiros, acrescenta-se a isso a utilização de capitais de curto ou de longo prazo ou a preferência por este ou aquele tipo de financiamento.

Desde os estudos iniciais de Modigliani e Miller (1958), várias pesquisas têm sido realizadas para tentar entender os questionamentos apresentados no parágrafo anterior, além disso, busca-se entender como a estrutura de financiamento de uma empresa afeta ou não o seu valor.

David, Nakamura e Bastos (2009) afirmam que parte dos trabalhos se baseiam nas contribuições teóricas das teorias da *pecking order* e do *trade-off*. De acordo com Nascimento (2012), a teoria da *pecking order* trata da forma como as empresas devem se financiar, e para isso existiria uma ordem pré-definida, a qual se daria nesta ordem: (i) utilização de recursos internos; (ii) novas emissões de títulos da dívida; e (iii) novas emissões de ações.

De acordo com Noronha e Miranda (2015, p. 14):

a teoria de *trade-off*, apesar do endividamento proporcionar benefícios fiscais e consequentemente a valorização da empresa, as firmas não se financiam integralmente através dele, pois à medida que se aumenta gradativamente o uso de dívida, aumenta-se também o risco do infortúnio financeiro, inclusive de falência.

Sob a teoria do *trade-off*, empresas devem buscar uma combinação ótima entre capitais próprios e de terceiros que seja capaz de balancear a maximização dos benefícios do endividamento e a minimização dos custos de falência, atingido a chamada estrutura ótima de capital (NASCIMENTO, 2012).

Nakamura et al. (2007, p. 74) comentam sobre esse balanceamento:

De acordo com tal teoria, dois fatores em particular influenciam as decisões de endividamento das empresas: por um lado as economias fiscais esperadas pelo uso crescente de dívida e, por outro, os custos de falência esperados que se manifestam para níveis elevados de endividamento, a partir do qual se tornam maiores quanto mais endividada for a empresa.

Nessa ideia, Noronha e Miranda (2015, p. 104) argumentam que “o nível ótimo de endividamento é encontrado no ponto onde os custos relacionados à falência compensam integralmente o mecanismo de economia fiscal”.

Já na visão de Brealey e Myers (2006), sob a teoria *trade-off*, existe uma estrutura ótima de capital para cada empresa, onde empresas com maior lucratividade, teoricamente, iriam se financiar com dívidas e firmas com baixos níveis de lucratividade deveriam se financiar com capital próprio.

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa pode ser caracterizada como pesquisa descritiva, bibliográfica, documental e quantitativa, consoante expresso por Gil (2010).

A amostra da pesquisa reuniu quatro empresas de siderurgia com segmento N1 - Nível de Governança Corporativa listada na B3 que são: CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA, GERDAU S.A, METALURGICA GERDAU S.A. e USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.- USIMINAS.

A coleta de dados foi realizada a partir dos balanços patrimoniais das referidas empresas, disponibilizados no site da Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>), bem como a partir dos preços de suas ações disponibilizados no site da Infomoney®. A pesquisa reuniu eventos durante o período 2009 - 2018.

O Índice de Composição do Endividamento (ICE) foi estimado seguindo Marion (2010):

$$\text{ICE} = \text{Passivo Circulante} \div \text{Capital de Terceiros}.$$

A interpretação do referido índice pode ser feita da seguinte forma: para cada \$1 de capital de terceiros, quanto desse capital vencerá a curto prazo. Marion (2010) afirma que quanto menor este índice, melhor.

Para se examinar a correlação entre o índice de composição de endividamento e o valor das ações das empresas, procedeu-se a estimação do Coeficiente de Correlação de Pearson, uma vez que tal método buscar medir a correlação entre duas variáveis.

Collins e Hussey (2005) afirmam que, quando o coeficiente de Pearson tiver um resultado positivo teremos variáveis diretamente proporcionais, assim, quando a variável “x” aumentar, a variável “y” também irá elevar ou vice-versa. Já quando tivermos um resultado do coeficiente de Pearson negativo teremos as variáveis inversamente proporcionais, assim, quando a variável “x” elevar a variável “y” irá reduzir ou vice-versa. Ainda, segundo os autores, pode-se utilizar os seguintes resultados para interpretação: Correlação Perfeita (1,00 / -1,00), correlação muito alta (0,90 a 0,99 / -0,90 a -0,99), correlação alta (0,70 a 0,89 / -0,70 a -0,89), correlação média (0,40 a 0,69 / -0,40 a -0,69), correlação baixa (0,01 a 0,39 / -0,01 a -0,39).

### 4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

Neste capítulo será exibido se existe correlação entre o índice de composição de endividamento com o valor das ações das empresas de siderurgia listada na B3. A Tabela 1, abaixo, apresenta a composição do endividamento, o preço das ações e resultado da correlação linear de Pearson para as quatro empresas analisadas.

**Tabela 1: Cálculo de Pearson do Índice de Composição de Endividamento com o Preço da Ação no período de 2009 a 2018.**

Ação no período de 2009 a 2018.

CIA FERRO LIGAS DA BAHIA				GERDAU S.A			
FESA4				GGBR3			
ANO	CE	AÇÃO	PEARSON	ANO	CE	AÇÃO	PEARSON
2018	0,29	R\$20,45	-0,76	2018	0,34	R\$12,24	-0,05
2017	0,51	R\$20,47		2017	0,29	R\$10,37	
2016	0,58	R\$7,76		2016	0,28	R\$7,90	
2015	0,74	R\$7,06		2015	0,21	R\$3,48	
2014	0,62	R\$8,69		2014	0,26	R\$8,04	
2013	0,60	R\$13,10		2013	0,28	R\$15,09	
2012	0,63	R\$12,45		2012	0,32	R\$15,41	
2011	0,68	R\$8,21		2011	0,29	R\$12,25	
2010	0,70	R\$13,44		2010	0,22	R\$16,77	
2009	0,66	R\$11,70		2009	0,21	R\$22,16	
Média	0,60	R\$12,33		Média	0,27	R\$12,37	

METALURGICA GERDAU S.A.				USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.			
GOAU3				USIM3			
ANO	CE	AÇÃO	PEARSON	ANO	CE	AÇÃO	PEARSON
2018	0,35	R\$7,38	-0,38	2018	0,31	R\$11,44	-0,05
2017	0,29	R\$5,09		2017	0,28	R\$10,83	
2016	0,29	R\$4,32		2016	0,16	R\$8,26	
2015	0,21	R\$1,51		2015	0,35	R\$4,02	
2014	0,27	R\$8,63		2014	0,41	R\$12,30	
2013	0,26	R\$18,97		2013	0,41	R\$12,40	
2012	0,34	R\$18,05		2012	0,38	R\$13,67	
2011	0,26	R\$15,34		2011	0,29	R\$17,15	
2010	0,20	R\$23,60		2010	0,28	R\$21,35	
2009	0,20	R\$30,00		2009	0,31	R\$50,09	
Média	0,26	R\$13,29		Média	0,31	R\$16,15	

Fonte: Autoria Própria

A princípio, pode-se perceber que a empresa, na média, com maiores preços de ações é a Usiminas, o preço médio da ação é no valor de R\$ 16,15 para o período analisado, enquanto que a Ferbasa possui o menor valor, a ação em média valeu R\$ 12,33. Além disso, enquanto que as ações da Metalúrgica Gerdau e da Usiminas se valorizaram no período, a ação da Gerdau permaneceu quase no mesmo patamar e a ação da Ferbasa teve uma desvalorização.

Quando se analisa o indicador de endividamento, a única empresa com a maior parte de suas obrigações vencendo no curto prazo é a Ferbasa, aproximadamente 60% das suas obrigações vencem em até 12 meses. As outras 3 empresas (Gerdau, Metalúrgica Gerdau e Usiminas) possuem aproximadamente 30% das suas obrigações de curto prazo, portanto a maior parte das obrigações estão no longo prazo.

Já quando se analisa a correlação entre preço e composição do endividamento, a princípio, percebe-se uma correlação negativa entre as duas variáveis, indicando que quanto maior o endividamento de curto prazo for menor vai ser o preço da ação.

Mas, Gerdau e Usiminas apresentaram um baixo coeficiente de correlação, indicando que nessas duas empresas a associação entre preço da ação e a composição do endividamento é quase nula. Já na Metalúrgica Gerdau, apesar de o coeficiente de correlação dela ainda está dentro do intervalo da baixa correlação, a associação entre a composição do endividamento e o preço da ação já assume uma gradação acima do nulo.

Já na Ferbas a correlação entre preço da ação e a composição do endividamento atingiu a gradação muito alta, indicando que quanto maior for o endividamento de curto prazo menor será o preço da ação da companhia.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve como objetivo examinar se existe correlação entre o índice de composição de endividamento e o valor das ações das empresas de siderurgia listada na B3 no período de 2009 a 2018. Tal objetivo foi alcançado com a utilização da Análise de Correlação por meio do Coeficiente de Pearson, onde permitiu demonstrar os níveis das correlações entre o índice e o preço das ações de 4 empresas estudadas.

Das quatro empresas estudadas, apenas 1 possui a maior parte de suas obrigações vencendo no curto prazo, o que não é interessante dados as características do setor. Além disso, percebeu-se que essa mesma empresa foi a única a apresentar uma desvalorização no seu preço de ação, tais fatos podem estar relacionados dado o coeficiente da correlação encontrado.

Foi demonstrado que há uma correlação negativa entre o índice de composição de endividamento com o valor da ação, indicando que maior endividamento está relacionado a um menor preço das ações, contrariando o proposto pela teoria do *trade-off*.

Como limitações, pode-se elencar a pouca amostra e os simples testes estatísticos utilizados. Por isso, recomenda-se para pesquisas futuras o aumento da amostra, com a utilização de todas as empresas com ações listadas na B3 do setor analisado, e a utilização de testes estatísticos mais robustos.

## REFERÊNCIAS

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

- BRITO, G.A.S.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- B3, BRASIL BOLSA E BALÇÃO. **Índice Siderúrgico**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm).
- B3, BRASIL BOLSA E BALÇAO. **Segmento de Listagem**. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem).
- COLLINS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudos dos modelos *Trade-Off* e *Pecking Order* para as variáveis endividamento e *payout* em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.
- GIL, Antônio Carlos, 1946. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços: análise da liquidez e do endividamento; análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira, indicadores e análises especiais (análise de tesouraria de Fleurier, EVA, DVA e EBITDA)**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- INFOMONEY. **Cotações de Ações Bovespa**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/ferramentas/carteira-de-acompanhamento>.
- MARION, Jose Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial**. 6.<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MELLAGI Filho, Armando; ISHIKAWA Sérgio. **Mercado Financeiro e de Capitais**. 2. ed. -7. reimpr. - São Paulo Atlas, 2012.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul. 1984.
- NAKAMURA; Wilson Toshiro; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva; FORTE, Denis; CARVALHO FILHO, Antonio Francisco de; COSTA, André Castilho Ferreira da; AMARAL, Alexandre Cintra do. Determinantes da estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, n. 44, p. 72-85, 2007.
- NASCIMENTO, O. C. **Estudo das decisões de estrutura de capital corporativo no novo mercado e nos níveis de governança da BM&FBovespa à luz das teorias Trade-Off e Pecking Order**. 2012. 103. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, 2012.



NORONHA, G. S.; MIRANDA, B. J. P. Padrão de financiamento e valor de mercado: um estudo sobre as empresas siderúrgicas Gerdau e Usiminas, no período de 2005 a 2006. **Revista Debate Econômico**, v.3, n.1, p.98-118, 2015

## **UMA ABORDAGEM LOGÍSTICA NA GESTÃO DE CUSTOS: ESTUDO DE CASO EM UMA USINA DA MATA SUL DO ESTADO DE PERNAMBUCO**

**Emerson Rodrigo Barbosa da Silva**<sup>28</sup>

**Francisco de Assis Carlos Filho**<sup>29</sup>

**Francisco Carlos da Costa Filho**<sup>30</sup>

**Resumo:** Este estudo teve como objetivo analisar a gestão de custos logísticos, estudar o seu funcionamento e levantar as vantagens existentes em sua execução, em uma usina da mata sul do Estado de Pernambuco. Aplicou-se entrevista semiestruturada em duas usinas que atendem o mercado interno, tributadas pelo lucro real. No que diz respeito as vantagens, pode-se afirmar que essa pesquisa evidenciou que mensalmente são gerados relatórios de custos (logísticos incluídos) que servem para análise e tomada de decisões. Nesses relatórios também são gerados indicadores e que também mensalmente são realizadas reuniões para análise desses indicadores. Outra vantagem é que na hora da tomada de decisão, todos os encarregados dos setores são chamados para opinar. Como limitação pode-se citar a dificuldade de generalização dos resultados obtidos por se tratar de um estudo de caso. Para futuras pesquisas recomendam-se estudos em outras usinas situadas na mata sul do Estado de Pernambuco.

**Palavras-chave:** Gestão de custos; Logística; Usina.

---

<sup>28</sup> Graduado em Gestão em Logística pela Universidade de Pernambuco

<sup>29</sup> Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco

<sup>30</sup> Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará

## 1 INTRODUÇÃO

No cenário mundial surge o aumento no grau de exigências do mercado consumidor, o desenvolvimento de novos e diversificados produtos e serviços, bem como consumidores mais exigentes, fazem com que o nível de competitividade do comércio venha crescendo cada vez mais nos mercados nacionais e internacionais. Nesse cenário, surge à busca por estruturas organizacionais cada vez mais bem administradas, mais flexíveis e enxutas.

Para competir em seus respectivos mercados, as empresas devem garantir que o desempenho de seus fornecedores e suas próprias capacidades se igualem ou superem aquelas apresentadas por seus concorrentes (Krause e Ellram, 1997), para que essas empresas possam sobreviver, precisam de um ótimo planejamento logístico, independente se a empresa é de pequeno, médio ou grande porte (Mara, 2013).

Para a obtenção de uma vantagem competitiva sustentável é necessário pensar na melhoria de serviços subordinados, tais como os de logística (Bewersox, Mentzer, e Speh, 1995). A logística é de fundamental importância para o sucesso comercial de uma empresa, pode ser considerada como o gerenciamento de todas as cadeias internas e externas de produção e distribuição. Já na prática, é mais voltada para a área específica de movimentação e armazenagem, suprimentos e transporte. Contudo, não podemos só direcionar a logística apenas como a melhoria desses processos internos. É necessário, também, direcioná-la a um dos principais, se não o maior, objetivo de uma empresa, que é a total satisfação do cliente.

Em outras palavras, Pozo (2010) diz que a logística tem como escopo principal prover ao mercado e ao cliente os serviços desejados, com elevado nível, ou seja, providenciar bens ou serviços adequados no momento certo, no local exato, nas condições estabelecidas e no menor custo possível. Faria e Costa (2008) expressam que a gestão dos custos logísticos tem como objetivo principal estabelecer políticas que possibilitem às empresas, simultaneamente, uma redução nos custos e a melhoria do nível de serviço oferecido ao cliente.

O território rural é construído segundo os interesses dos centros de poderes, que em muitos casos, transcendem o local e envolvem outras escalas de poder. A mão invisível dos mercados não apenas controla a economia, mas é um fator determinante na constituição do território rural. O movimento de integração econômica influenciado pelo processo de acumulação do capital no Brasil vem tendo influência na articulação das diversas dinâmicas regionais embora produzindo particularidades das estruturas produtivas de cada região do Nordeste, em especial, na Mata Sul de Pernambuco (Oliveira e Gehlen, 2014).

A realidade da Mata Sul de Pernambuco apresenta, sem dúvidas, grandes desafios para um desenvolvimento territorial sustentável. Por um lado, é uma das regiões de maior potencial econômico do Nordeste, pela abundância de recursos naturais, pela sua proximidade com a Região Metropolitana do Recife, e pela sua infraestrutura econômica. “O desenvolvimento está sempre ligado ao seu passado. As características geográficas e o processo da formação sociohistorica de ocupação da Mata Sul de Pernambuco favoreceram a agricultura da cana, em detrimento de outras culturas, desde o século XVI” (Oliveira e Gehlen, 2014).

Diante desse cenário, o presente trabalho tem como objetivo analisar a gestão de custos logísticos, estudar o seu desempenho e levantar as vantagens existentes em sua execução, em uma usina da mata sul do Estado de Pernambuco.

A importância de estudar a gestão de custos em uma Usina está no sentido de verificar os modelos de gestão existentes na mesma. Pois, pelo fato de serem empresas de origem antiga na região, é importante saber se essas empresas estão evoluindo no mesmo sentido e na mesma proporção do atual do mercado exigente. Afinal, “Um novo cenário está sendo criado e as empresas estão buscando melhorar suas articulações com seus parceiros com o objetivo de obter um planejamento mais integrado de suas operações” (Novaes, 2001).

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Gestão de Custos Logísticos**

A gestão de custos logísticos acompanha a evolução do conceito de logística, e anda junto com o avanço de técnicas e temas relacionados à análise dos custos logísticos (Vargas, Coser e Souza, 2016).

Fialho, Veiga Júnior, Silva e Conceição (2014) afirmam que os custos logísticos podem ser classificados em estratégicos e operacionais. Em que os estratégicos contemplam os gastos com investimentos, locação ou propriedade de instalações e equipamentos. Já os custos operacionais são compostos pelos gastos relacionados as atividades de logística como gestão de estoques, movimentação, transações e outros.

Custo é o somatório de bens e serviços consumidos ou utilizados na produção de novos produtos, traduzidos em unidades monetárias. Na produção de um bem de consumo há o custo com um ou mais bens, no caso a matéria-prima e também o custo na utilização de outros bens que seriam os custos de transformação. Muitas empresas desconhecem e não controlam todos os componentes dos custos dos seus serviços, tornando subjetiva a apuração de valores (Nascimento, 2001; Martins, 2003; Vilardaga, 2007).

A gestão de custos dentro de uma empresa se baseia na aplicação de técnicas cujo objetivo é reforçar seu posicionamento estratégico e reduzir seus custos, realizando isso de forma simultânea (Cooper e Slagmulder, 2003). Fazer a contabilidade dos custos é importante para gerenciar as finanças de uma empresa. Desde modo, cada compra, venda, ou seja, cada movimentação de recursos deve ser contabilizada.

Segundo Leone e Leone (2004, p. 80), referindo-se à contabilidade de custos:

Contabilidade de custos é o ramo aplicado da Ciência Contábil que fornece aos administradores as informações quantitativas (físicas e monetárias) que eles precisam para se desincumbirem de suas funções de determinação de rentabilidade operacional, de avaliação dos elementos patrimoniais, do controle das operações, do planejamento e das tomadas de decisões, tanto a curto como a longo prazo, tanto decisões operacionais, táticas como estratégicas (Leone & Leone, 2004).

Transporte é a atividade logística de maior importância para as empresas, desde que absorve aproximadamente dois terços dos custos logísticos. É verdade que nenhuma empresa moderna opera sem a movimentação de matérias primas e produtos acabados (Ballou, 2013).

O transporte é considerado como a atividade mais importante dentro de um sistema, sendo uma das principais funções logísticas, e representando a maior parcela dos custos logísticos na maioria das organizações, sendo que esses custos representam, em média, 37% (Fleury, Wanke, e Figueiredo, 2009). Ou seja, O transporte é o elemento que mais gera custos no sistema logístico. O transporte no sistema logístico tem como objetivo fazer à movimentação de matérias-primas ou bens, dando mais acessibilidade à população. Desta forma, traz como função a integração entre dois pontos que desejam fazer trocas para movimentar a economia, na intenção de acabar com os monopólios.

A principal ferramenta para de apoio transportes é a tecnologia da informação, também conhecida como TI. Aplicada para a máxima qualidade nos processos, e redução de custos da empresa. De acordo com Foina (2006), o objetivo principal da TI está em garantir a qualidade do fluxo e agilizar a tomada de decisão de informações.

Segundo Bertaglia (2003), a tecnologia pode ser utilizada como: controle de veículos por satélites ao indicar a posição de deslocamento do veículo, controle de rotas com facilidade de traçar rotas mais ágeis e seguras, realizar a contagem da carga pela leitura ótica alimentando o sistema de estoque e a informação passa a ser imediata, por utilizar um sistema tecnológico eficiente.

Vargas, Coser e Souza (2016) por meio de um estudo de caso, investigam o processo de mensuração dos custos logísticos em uma indústria gráfica. Dentre os principais achados indicam que a reestruturação da área de logística realizada pela empresa demandou o mapeamento das atividades e a mensuração dos respectivos custos. Assim apontam que os custos logísticos

representam 5,9% do faturamento bruto da empresa no período analisado, em que os custos relacionados ao frete são mais significativo.

## **2.2 Economia na Mata Sul de Pernambuco**

Região que possui desde o início da colonização do País uma estrutura agrária caracterizada pela cultura intensiva de cana-de-açúcar em grandes latifúndios, como a elevada concentração de renda e baixo nível de desenvolvimento humano, a Mata sul do estado de Pernambuco, sempre teve a favor os recursos naturais para o cultivo da cana-de-açúcar, fazendo com que as pessoas da região sempre buscassem se especializar na monocultura da cana de açúcar. (Andrade, 1998; Furtado, 1995).

Posicionada na parte Sudeste do Estado de Pernambuco a Microrregião da Mata Sul é uma das 12 Regiões de Desenvolvimento do Estado, de acordo com a Agência Estadual de Planejamento e Pesquisas de Pernambuco. Com a população total de 468.853, e uma área abrangente de 4.003,40 Km<sup>2</sup> composto por: Barreiros, Bonito, Jaqueira, Rio Formoso, São José da Coroa Grande, Tamandaré, Água Preta, Amaraji, Belém de Maria, Catende, Cortês, Gameleira, Joaquim Nabuco, Maraial, Palmares, Primavera, Ribeirão, São Benedito do Sul e Xexéu. Totalizando um total de 19 municípios. Dados do SIT (Sistema de Informações Territoriais).

A população total do território é de 468.853 habitantes, dos quais 134.707 vivem na área rural, o que corresponde a 28,73% do total. Possui 12.668 agricultores familiares, 10.145 famílias assentadas e 1 comunidade quilombola. Seu IDH médio é 0,62 (Sistema de Informações Territoriais, 2014).

Machado e Habib (2009), afirmam sobre a chegada do açúcar em Pernambuco:

A história é unânime que foi na Capitania de Pernambuco, pertencente a Duarte Coelho, onde se implantou e floresceu o primeiro centro açucareiro do Brasil motivado por três aspectos importantes: a habilidade e eficiência do donatário, a terra e clima favoráveis à cultura e a situação geográfica de localização mais próxima da Europa em relação à região de São Vicente, que foi outro centro que se destacou como iniciador de produção de açúcar no Brasil (Machado & Habib, 2009).

Segundo Furtado (1995), a atividade canavieira introduzida na Mata Sul de Pernambuco no período colonial bloqueou o desenvolvimento econômico e social da região. Viana (2009) completa dizendo que isso ocorreu porque uma vez instalada a atividade canavieira, sua manutenção é muito barata, não requerendo grandes investimentos em mão de obra especializada. Do mesmo modo, o fluxo monetário gerado pela cana é reduzido, uma vez que a renda é bastante concentrada.

A cana-de-açúcar é cultivada comercialmente em mais de 70 países e territórios sendo os maiores produtores o Brasil, Índia, Cuba, México, China, Filipinas, Austrália, África do sul, Estados

Unidos da América, República Dominicana e Formosa (Ros, 2004). Economicamente falando, a Mata Sul sempre foi bastante dependente da monocultura da cana-de-açúcar. Mesmo com outros setores tentando alcançar seu espaço, e num esboço de médio à longo prazo, visar se sobressair. Contudo, frequentes enchentes, falta de investimento do governo no setor, fizeram que com houvesse cada vez mais o aumento de decreto de falência de várias usinas na região. Ocasionalmente em um grande número de desempregados, prejudicando a economia.

### **3 METODOLOGIA**

Para a classificação desta pesquisa, toma-se como base a taxionomia apresentada por Vergara (2013), que classifica uma pesquisa em relação a dois aspectos: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins, a pesquisa é exploratória, devido à existência de pouco conhecimento acumulado e sistematizado sobre o assunto e a necessidade de conhecer as características do fenômeno. Quanto aos meios de investigação, a pesquisa pode ser considerada qualitativa pelas entrevistas e observação.

A usina analisada no presente trabalho será identificada como “Usina A”, localizada na “cidade B” da região da Mata Sul do Estado de Pernambuco. A “Usina A” está localizada às margens da BR 101 – Sul, distante 80 km do Recife e 50 km do Porto de Suape. Vem desde o ano de 2000 implantando uma nova política de gestão, que provocou um verdadeiro salto do ponto de vista quantitativo, qualitativo e de produtividade. A “Usina A” foi fundada em 1861 e em 1921 já era uma das maiores do estado de Pernambuco, chegando a esmagar 400 toneladas de cana e fabricar 1.500 litros de álcool em 22 horas.

A coleta de dados deu-se por meio de entrevista e pela investigação empírica, realizada por meio da técnica de observação direta na “Usina A” da “Cidade B”, localizada na região da Mata Sul do Estado de Pernambuco, no período de agosto e setembro de 2019.

A entrevista não estruturada foi aplicada a um dos gerentes da empresa. Esse gerente não foi caracterizado de forma que o sigilo sobre sua identidade pudesse ser mantido, conforme solicitação do entrevistado.

### **4 ANÁLISE DOS RESULTADOS**

A análise dos resultados desta pesquisa foi estruturada em três partes. Primeiro, foi realizada uma análise socioeconômica. Em seguida, são analisados os procedimentos operacionais e de gerenciamento. Por fim, foi realizada análise em relação a gestão de custos logísticos.

#### 4.1 Análise Socioeconômica

A “Usina A” é uma empresa consolidada no segmento de produção de álcool hidratado, possui 154 anos de existência e já chegou a ser uma das maiores do Estado de Pernambuco, nos dias de hoje encontra-se em posição estabilizada no mercado.

Dentre as várias gerências que fazem parte do organograma da “Usina A”, escolheu-se para ser o entrevistado da presente pesquisa o Gerente de Produção, por entendermos ser este o maior conhecedor dos custos logísticos da empresa.

Quanto a formação do entrevistado, ele possui curso superior em Química Industrial, requisito essencial para o desempenho da função, apesar da “Usina A” produzir atualmente apenas álcool hidratado, já chegou a produzir também álcool anidro e açúcar.

Em relação ao quadro de funcionários existem duas situações distintas, uma é no período da entressafra e o outro no período da safra, atualmente o período é de entressafra e a “Usina A” conta com 98 funcionários, no período da safra a estimativa é que chegue a pelo menos 210 funcionários.

#### 4.2 Análise Operacional e de Gerenciamento

Atualmente a usina atende apenas ao mercado interno, logo, não exporta nenhum tipo de produto fabricado. Pela sua tributação, lucro real, deduz-se que a “Usina A” tem um faturamento superior a R\$3.600.000,00 (Três Milhões e Seiscentos Mil Reais), essa pergunta sobre o faturamento foi uma das poucas perguntas que o entrevistado se negou a responder.

A “Usina A” possui departamento de contabilidade dentro da empresa, dividido em alguns setores, os setores fiscal e contábil são os que demandam os maiores trabalhos. Além desses dois setores, destaca-se também o de custos, responsável pela gestão da produção.

Quanto aos cargos e departamentos de chefia, a “Usina A” possui duas grandes diretorias, com funções pré-determinadas como segue:

Tabela 1 – Divisão de diretorias e respectivas funções

DIRETORIA	FUNÇÃO
Agrícola	Garagem
	Roteirização
	Transporte
Indústria	Financeiro
	Comercial
	Jurídico

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

Segundo a Tabela 1, o diretor agrícola é responsável pelas funções de garagem, roteirização e transporte, enquanto que o diretor de indústria é responsável pelas funções comercial, finanças e



jurídicas. Os diretores na maioria das vezes delegam as decisões para outros funcionários. Entretanto, toma decisões com base na sua intuição, e em relatórios e indicadores.

A função dos diretores é orientar seus subordinados, que são chamados de supervisores, cumprir o cronograma de serviços para que possa chegar à data prevista de moagem. Faz o controle de todos os orçamentos de serviços, materiais. Deste modo, quando chega o período da safra, ficarão de frente também com toda a cadeia de produção, todos os resultados que envolvem desde o laboratório até o produto final, será avaliado pelos mesmos.

#### **4.3 Análise em Relação a Gestão de Custos**

O orçamento é a principal ferramenta do sistema de controle das empresas (Hansen, Otley e Van Der Stede, 2003; Lopes e Blaschek, 2007). Os orçamentos de custos da “Usina A” são avaliados mensalmente através de uma empresa que avalia todo sistema de custeio em relação à funcionalidade de toda a cadeia de suprimentos.

Assim sendo, o nome de tal empresa é a “Fundação X” (nome também fictício). Essa assistência da fundação é paga, ou seja, terceirizada. Os dados são alimentados no sistema da fundação. No entanto, quem alimenta os dados são os subordinados da própria “Usina A”. Por consequência, uma vez por mês é feita uma reunião para ser avaliados esses indicadores.

Essas informações da “Usina A” que são alimentadas para a empresa terceirizada, geram informações que darão origem a composição de um relatório final, detalhado, e objetivando melhorias em cada processo específico. Os relatórios contêm várias informações, analíticas e sintéticas, por exemplo, os analistas ficam sabendo de tudo que acontece dentro da empresa: o que deu certo, por que não deu certo; Se o orçamento está dando certo, ou se estourou, onde foi que estourou, etc.

De acordo com Mcgee e Prusak (1994) e Beuren (2000) essas informações oriundas da contabilidade de custos é um recurso imprescindível para as empresas, podendo verdadeiramente representar uma vantagem competitiva para determinadas organizações.

Também foi identificada a existência de um orçamento especialmente feito em forma de previsão visando avaliar os custos, exemplo: composição dos custos (Produto Químico, Lubrificantes, MOD e MOI), quais custos relevantes, etc.

Esses achados corroboram com os encontrados em pesquisa de Carlos Filho, Lagioia, Santos, e Santos (2015) realizada com os exportadores de frutas do vale do São Francisco, onde os exportadores/gestores usam métodos de custeio, acompanham os custos mais relevantes dos produtos e utilizam essa informação para formação de preço de venda.

De acordo com Verre, Giubileo e Cadegiani (2009), a previsão dos custos (operacional, logísticos) tanto nos estágios iniciais do desenvolvimento de campo como durante a vida produtiva em campos maduros, é um dos passos mais críticos no gerenciamento de risco e das incertezas, e demanda otimização da exploração durante todo ciclo de vida do ativo.

As previsões de custo operacional, juntamente com as de receita e investimentos, compõem a base do orçamento, e para muitos autores, é a principal ferramenta do sistema de controle gerencial das organizações (Hansen, Otley e Van Der Stede, 2003; Lopes e Blaschek, 2007).

A “Usina A” faz o uso de todo tipo de informação e dados de todos os setores na hora de tomar algum tipo de decisão. São chamados todos que estão abaixo do entrevistado, são eles: o engenheiro químico, que supervisiona todo o laboratório; o engenheiro mecânico, que cuida da área da manutenção de todas as máquinas relacionada à produção direta; o engenheiro eletricitista, que se encarrega em toda parte de manutenção da parte elétrica. Comanda também os encarregados, ou seja, os líderes que estão de cada setor, que são os líderes: da caldeira, outro na moenda, outro na destilaria, outro no tratamento de caldo, outro na instrumentação, e assim sucessivamente. No fim das contas, quanto é pra ser feita uma tomada de decisão, todos são envolvidos, tal como um processo de integração entre os setores, para ver qual decisão é mais factível a todos, sem deteriorar ninguém nesse processo.

Por fim, apesar de pouco tempo no cargo, existe uma pessoa acima do entrevistado, que é o superintendente geral, que está ajudando bastante a gestão de custos e principalmente a logística. Na visão desse supervisor o segredo é fazer a equipe, e juntá-los, para que tudo possa dar certo.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A pesquisa se caracterizou como exploratória, de natureza qualitativa, teve como instrumento de coleta de dados a entrevista e o método de pesquisa foi o estudo de caso.

O objetivo dessa pesquisa foi analisar a gestão de custos logísticos, estudar o seu funcionamento e levantar as vantagens existentes em sua execução, em uma usina da mata sul do Estado de Pernambuco.

A entrevista foi realizada na “Usina A”, que produz atualmente o álcool hidratado, com o gerente de produção, profissional com formação superior em química industrial. Em relação ao quadro de funcionários, a “Usina A” possui 98 funcionários, porém quando chegar o período de safra esse quadro aumentará para mais de 200 funcionários.

Em referência ao funcionamento, os principais achados foram que a “Usina A” atende ao mercado interno, é tributada pelo lucro real, a contabilidade é realizada dentro da empresa, ou seja, a

“Usina A” possui uma contabilidade interna. O departamento de contabilidade é dividido em dois setores, fiscal e contábil.

Em relação as diretorias, a “Usina A” possui duas diretorias, agrícola e industrial, cada uma com funções determinadas, a diretoria agrícola é responsável pela gestão dos custos agrícolas, uma vez que, os transportes, a roteirização e a garagem estão sobre a sua responsabilidade.

No que diz respeito as vantagens, pode-se afirmar que essa pesquisa evidenciou que mensalmente são gerados relatórios de custos (logísticos incluídos) que servem para análise e tomada de decisões. Nesses relatórios também são gerados indicadores e que também mensalmente são realizadas reuniões para análise desses indicadores. Outra vantagem é que na hora da tomada de decisão, todos os encarregados dos setores são chamados para opinar.

Como limitação pode-se citar a dificuldade de generalização dos resultados obtidos por se tratar de um estudo de caso. Para futuras pesquisas, recomendam-se estudos em outras usinas situadas na mata sul do Estado de Pernambuco.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. C. **A Terra e o Homem no Nordeste**. São Paulo: Livraria Editora Ciências Humanas, 1998.

BALLOU, Ronald H. **Logística Empresarial**. São Paulo: Editora Atlas, 2013.

BEUREN, Ilse M. **Gerenciamento da Informação: Um recurso estratégico no processo de gestão empresarial**. (2 ed.) São Paulo: Atlas, 2000.

BERTAGLIA, P. R. **Logística e gerenciamento da cadeia de suprimentos**. São Paulo: Saraiva, 2009.

CARDOSO, B. B., THOMÉ, K. M. Efeitos dos custos logísticos na competitividade internacional do café brasileiro no mercado norte americano. **Custos e @gronegócio online**, 14(1), 99-124, 2018.

CARLOS FILHO, F. A., LAGIOIA, U. C. T., SANTOS, J. F., SANTOS, A. A. Gestão de custos e formação de preço de venda, caixa, risco operacional em arranjo produtivo local: um estudo exploratório no setor de fruticultura do nordeste brasileiro. **Custos e @gronegócio online**, 11(2), 262-298, 2015.

COOPER, R., Slagmulder, R. Redução de custos com inteligência. **HSM Management** 40. Setembro-Outubro, 2003.

MARTINS, Eliseu. *Contabilidade de Custos* (11 ed.). São Paulo: Atlas, 2018.

FARIA, Ana Cristina; COSTA, Maria de Fátima Gameiro. **Gestão de Custos Logístico**. São Paulo: Editora Atlas, 2008.

FIALHO, R. C. N., VEIGA JÚNIOR, W. G., SILVA, T. F. C., CONCEIÇÃO, D. B. Impacto do uso de embalagens na comercialização de Abacaxis da Ceasa Minas pela Análise do Custo Logístico Total. **Custos e @gronegócio online**, 10(1), 80-100, 2014.

FLEURY, Paulo Fernando; WANKE, Peter; FIGUEIREDO, Kleber Fossati. **Logística empresarial: a perspectiva brasileira**. São Paulo: Atlas, 2009.

FOINA, P. R. **Tecnologia de informação: planejamento e gestão** (2 ed.). São Paulo: Atlas, 2006.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil** (25 ed.) São Paulo: Nacional, 1995.

HANSEN, S. C., OTLEY, D. T., VAN DER STEDE, W. A. Practice developments in budgeting: an overview and research perspective. **Journal of management accounting research**, 15(1), 95-116, 2003.

KRAUSE, D. R., ELLRAM, L. M. Success factors in supplier development. **International Journal of Physical Distribution Logistics Management**, 27(1), 39-52, 1997.

LEONE, George Sebastião Guerra, Leone, Rodrigo José Guerra. **Dicionários de Custos**. São Paulo: Atlas, 2004.

LOPES, H. D. A.; BLASCHEK, J. R. D. S. Minimizando as deficiências do planejamento operacional com o uso do orçamento baseado em atividades. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, 12(2), 1-16, 2010.

VARGAS, S. B., COSER, T., SOUZA, M. A. Mensuração dos Custos Logísticos: Estudo de Caso em uma Indústria Gráfica. **Contabilidade Vista Revista**, 27(1), 63-87, 2016.

VERRE, F., GIUBILEO, A., CADEGANI, C. Asset Life-Cycle OPEX Modelling With Monte Carlo Simulation To Reduce Uncertainties and To Improve Field Exploitation. **Anais do SPE Annual Technical Conference and Exhibition**, New Orleans, Louisiana, USA, 2009.

VIANA, Douglas Carvalho Francisco. **Opulência e subdesenvolvimento na mata sul de Pernambuco: contrastes gerados a partir do cultivo da cana-de-açúcar**. São Paulo: Editora, 2009.

VILARDAGA, V. Choque de gestão no transporte rodoviário. **Anuário de gestão de frotas, treinamento e pós-vendas**. São Paulo. Ano, 4, 6-10, 2007.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração** (15 ed.) São Paulo: Editora Atlas, 1997.

OLIVEIRA, G. P.; GEHLEN, V. R. F. **Gestão Territorial e Desenvolvimento Socioeconômico na Mata Sul de Pernambuco**. Salvador, 2014.

MACHADO, L.A., HABIB, M. **Perspectivas e impactos da cultura de cana-de-açúcar no Brasil.** Artigo em Hypertexto. Recuperado de [http://www.infobibos.com/Artigos/2009\\_2/Cana/index.htm](http://www.infobibos.com/Artigos/2009_2/Cana/index.htm), 2009.

MCGEE, J.; PRUSAK, L. **Gerenciamento Estratégico da Informação: aumente a competitividade e a eficiência de sua empresa utilizando a informação como ferramenta estratégica** (11 ed.). Rio de Janeiro: Editora Campus, 1994.

NASCIMENTO, Jonilton Mendes. **Custos: planejamento, controle e gestão na economia globalizada** (2 ed.). São Paulo: Editora Atlas, 2001

NOVAES, A. **Logística e Gerenciamento da Cadeia de Distribuição.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2001.

POZO, Hamilton. **Administração de Recursos Materiais e Patrimoniais** (6 ed.) São Paulo: Editora Atlas, 2010.

ROS, P. B. Avaliação da resistência de variedades de cana-de-açúcar ao raquitismo da soqueira com base na taxa de colonização dos colmos por Leifsonia. (**Dissertação de mestrado**). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba, SP, Brasil.

SILVA, J. O. R.; FORTUNATO, G. **Previsão de Custos Operacionais por Métodos Dinâmicos: Uma Aplicação no Segmento de EP da Indústria de Petróleo.** Rio de Janeiro: Editora, 2012.

SILVA, W. H., LEITÃO, F. O., SILVA M. A. Custos logísticos associados ao comércio institucional de alimentos na agricultura familiar: o caso do Programa Nacional de Alimentação Escolar (PNAE). **Custos e @gronegocio online**, 14(1), 332-352, 2018.

## **SOBRE OS ORGANIZADORES**

### **Lineker Costa Passos**

Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual Vale do Acaraú (2011), especialização em Gestão Estratégica de Custos pela Faculdade Darcy Ribeiro (2013) e mestrado em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (2017). Atua como professor do ensino básico, técnico e tecnológico no Instituto Federal do Piauí e atua como pesquisador nas áreas controladoria, contabilidade financeira e finanças corporativas.

### **Allan Pinheiro Holanda**

Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (2009) e mestrado em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (2012). Atua como professor do ensino superior em Instituições de Ensino Superior privadas no estado do Ceará e pesquisador e atua como pesquisador nas áreas contabilidade financeira, finanças corporativas e governança corporativa.

ISBN 978-65-86212-32-7



9 786586 212327 >