



Revista Catarinense da
CIÊNCIA CONTÁBIL

R454

Revista Catarinense da Ciência Contábil / Conselho Regional de
Contabilidade de Santa Catarina. – v.1, n. 1, (2001)-
Florianópolis: CRCSC, 2001-
v. : 24 cm

Quadrimestral
Continuação da Revista CRCSC & Você, dez./2001 – jul./2004.
ISSN 1808-3781 (2001-2016)
eISSN 2237-7662
Modo de Acesso: <http://revista.crcsc.org.br>
DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc>

1. Contabilidade. 2. Ciências Contábeis I. Conselho Regional de
Contabilidade de Santa Catarina.

CDU - 657

É permitido citar parte de artigos sem autorização prévia, desde que seja identificada a fonte.

Editoria

Editor Científico: Luiz Alberton
Coordenador Executivo: Lindomar Antônio Fabro

Revisão de Redação em Língua Portuguesa

Maria Terezinha Vieira

Revisão de Redação em Língua Estrangeira

MS Traduções Ltda

Normatização

Leandro Pinheiro CRB-14/1340
Danielly da Cunha CRB-14/793

Jornalista Responsável

Leonardo Fagundes DRT 4470/18/110-PR

Endereço para permuta e correspondência:

Revista Catarinense da Ciência Contábil
Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina
Av. Osvaldo Rodrigues Cabral, 1900 – Centro
88.015-710 Florianópolis/SC

Telefone: 48 3027-7006
E-mail: revista@crcsc.org.br
@crcscoficial
www.facebook.com.br/crcsantacatarina
Home Page: www.crcsc.org.br

Conceito Qualis/Capes: B2

A revista eletrônica está indexada em www.ebscohost.com; doaj.org; www.sumarios.org; www.latindex.org;
portalnuclear.cnen.gov.br/livre/Inicial.asp; www.base-search.net; www.drji.org; dialnet.unirioja.es; www.redalyc.org; www.redib.org;
www.ulrichsweb.com

Missão

A Revista Catarinense da Ciência Contábil é uma publicação quadrimestral do Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina e tem como missão divulgar a produção científica na área de Contabilidade, produzida por professores, pesquisadores, alunos e profissionais do Brasil e do exterior, selecionada com base na qualidade e na contribuição para o desenvolvimento e disseminação do conhecimento nesse campo.

Os artigos publicados na Revista Catarinense da Ciência Contábil são inéditos e passam por um processo de análise e aprovação por parte de sua Comissão Editorial (Conselho Editorial e Avaliadores Ad hoc). O conteúdo e a qualidade dos artigos são de responsabilidade dos seus autores e não necessariamente expressam o ponto de vista do Conselho Editorial.

Conselho Editorial Científico

Coordenador Científico

Luiz Alberton, Doutor, UFSC, Brasil

Membros

Adolfo Henrique Coutinho e Silva, Doutor, UFRJ, FACC, Brasil

Eduardo Tadeu Vieira, Doutor, UnB, Brasil

Ernani Ott, Doutor, Unisinos, Brasil

Ernesto López-Valeiras Sampedro, Doutor, Universidad de Vigo, Espanha

Fernando Dal-Ri Murcia, Doutor, USP, Brasil

Ilse Maria Beuren, Doutora, UFSC, Brasil

Luís Lima Santos, Doutor, Instituto Politécnico de Leiria, Portugal

Luiz Felipe Ferreira, Doutor, UFSC, Brasil

Silvio Parodi Oliveira Camilo, Doutor, UNESC, Brasil

Conselho Executivo

Coordenador Executivo

Lindomar Antônio Fabro

Membros

Adilson Pagani Ramos

Daniela Sanjuan

Édio Silveira

Filipy Furtado Sell

Luiz Ricardo Espindola

Marcelo Machado de Freitas

Maria Denize Henrique Casagrande

DIRETORIA CRCSC – BIÊNIO 2018/2019

Marcello Alexandre Seemann

Presidente

Rubia Albers Magalhães

Vice-Presidente de Administração e Finanças

José Mateus Hoffmann

Vice-Presidente de Fiscalização

Raquel de Cássia S. Souto

Vice-Presidente de Registro

Adriano de Souza Pereira

Vice-Presidente de Controle Interno

Adilson Pagani Ramos

Vice-Presidente de Desenv. Profissional

Roberto Aurelio Merlo

Vice-Presidente Câmara Técnica

Adilson Bachtold

Vice-Presidente de Relações Institucionais

Cassiano Bambinetti

Repres. dos Técnicos em Contabilidade

CÂMARA DE REGISTRO

TITULARES

Raquel de Cássia Souza Souto

Irineu Moreira

Lecir dos Passos Ghisi

Ranieri Angioletti

Edio Silveira

SUPLENTES

Claudio Marcio de Souza

Rudinei Almeida dos Santos

Roni Luiz Dal Magro

John Kennedy Lara da Costa

José Carlos de Souza

CÂMARA DE FISCALIZAÇÃO

TITULARES

José Mateus Hoffmann

Sergio da Silva

Adilson Bachtold

Pericles de Oliveira Borges

Cassiano Bambinetti

Gelson Luiz dal Ri

John Carlos Zoschke

Solange Rejane Schroder

Ranieri Angioletti

Roberto Aurelio Merlo

Valdeci Sagaz

Adilson Pagani Ramos

SUPLENTES

Marlise Alves Silva Teixeira

Tadeu Oneda

Hermeliano de Oliveira

Valdecir José Nunes da Silva

Walmor Mafra

Emanuela de Melo

Tadeu Pedro Vieira

Filipy Furtado Sell

John Kennedy Lara da Costa

Marcos Alexandre Emilio

Luiz Ricardo Espindola

Jose Carlos de Faveri

CÂMARA DE ÉTICA E DISCIPLINA

TITULARES

José Mateus Hoffmann

Adilson Bachtold

Pericles de Oliveira Borges

Cassiano Bambinetti

Gelson Luiz dal Ri

Solange Rejane Schroder

Ranieri Angioletti

Roberto Aurelio Merlo

Adilson Pagani Ramos

SUPLENTES

Marlise Alves Silva Teixeira

Hermeliano de Oliveira

Valdecir José Nunes da Silva

Walmor Mafra

Emanuela de Melo

Filipy Furtado Sell

John Kennedy Lara da Costa

Marcos Alexandre Emilio

Jose Carlos de Faveri

CÂMARA DE RECURSOS, ÉTICA E DISCIPLINA

TITULARES

Ilário Bruch

Guilherme Corbellini

Édio Silveira

Pericles de Oliveira Borges

Irineu Moreira

Raquel de Cassia Souza Souto

SUPLENTES

Marcelo Machado de Freitas

Dayana Fernandes da Silva

José Carlos de Souza

Valdecir José Nunes da Silva

Rudinei Almeida dos Santos

Claudio Marcio de Souza

CÂMARA DE CONTROLE INTERNO

TITULARES

Adriano de Souza Pereira

John Carlos Zoschke

Guilherme Corbellini

Lecir dos Passos Ghisi

Valdeci Sagaz

SUPLENTES

Neusa Ivete Muller

Tadeu Pedro Vieira

Dayana Fernandes da Silva

Roni Luiz Dal Magro

Luiz Ricardo Espindola

CÂMARA DE DESENVOLVIMENTO PROFISSIONAL

TITULARES

Adilson Pagani Ramos

Cassiano Bambinetti

Edio Silveira

Solange Rejane Schroder

Guilherme Corbellini

SUPLENTES

Hermeliano de Oliveira

Walmor Mafra

José Carlos de Souza

Filipy Furtado Sell

Dayana Fernandes da Silva

CÂMARA TÉCNICA

TITULARES

Roberto Aurelio Merlo
Ilário Bruch
Adriano de Souza Pereira

SUPLENTES

Marcos Alexandre Emilio
Marcelo Machado de Freitas
Neusa Ivete Muller

CÂMARA INSTITUCIONAL E DE RELAÇÃO COM OS PROFISSIONAIS

TITULARES

Adilson Bachtold

SUPLENTES

Hermeliano de Oliveira

TAMBÉM INTEGRA O PLENÁRIO

Tadeu Oneda
Maria Denize Henrique Casagrande

Sumário

ANÁLISE DO IMPACTO DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS DOS SETORES DE CONSUMO CÍCLICO E NÃO CÍCLICO DA BM&FBOVESPA Jardel Pandini, Diego Rafael Stüpp, Valkyrie Vieira Fabre _____	7
ANTECIPAÇÃO DE RECEBÍVEIS NOS BANCOS VRS <i>FACTORINGS</i>: UMA ANÁLISE DAS DIFERENÇAS ENTRE AS TAXAS COBRADAS E SUAS POSSÍVEIS CAUSAS Tatieli Borges Machado, Alex Mussoi Ribeiro _____	23
CORRUPÇÃO E VALOR DE MERCADO: OS EFEITOS DA OPERAÇÃO LAVA JATO SOBRE O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL Eduardo Carvalho Correa de Araújo, Victor Rangel dos Santos Rodrigues, Danilo Soares Monte-mor, Rogério Dias Correia _____	41
INCENTIVOS FISCAIS COMO POLÍTICA PÚBLICA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DOS EFEITOS ECONÔMICOS DA CONCESSÃO DE CRÉDITO PRESUMIDO DE ICMS PARA AS INDÚSTRIAS TÊXTEIS DO ESTADO DE SANTA CATARINA Julio Cesar Fazoli, Fabrícia da Silva Rosa, Leonardo Flach, Luiz Felipe Ferreira _____	59
PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM COTAS NO BRASIL Dermeval Martins Borges Junior, Rodrigo Fernandes Malaquias _____	75
RELAÇÃO ENTRE A REPUBLICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E O <i>AUDIT DELAY</i> Vanessa Chiudini, Paulo Roberto da Cunha, Leandro Marques _____	89
SUBVENÇÃO E ASSISTÊNCIA GOVERNAMENTAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM FOMENTO À INOVAÇÃO DA FINEP Jackeline Lucas Souza, Paulo Henrique Nobre Parente, Ivaneide Ferreira Farias, Hyane Correia Forte _____	108
DIRETRIZES PARA SUBMISSÃO DE ARTIGOS _____	123

Editorial

A Revista Catarinense da Ciência Contábil (RCCC) traz a cada edição estudos de temas atuais relacionados à área contábil, como gestão estratégica, transparência, controle social, planejamento financeiro e tributário, entre outros.

Estamos vivenciando uma grande evolução no sistema contábil no que se refere ao incremento das políticas de transparência no setor público e privado. Nesta edição, a transparência é tema de dois artigos. O primeiro, de autoria de Eduardo Carvalho Correa de Araújo, Victor Rangel dos Santos Rodrigues, Danilo Soares Monte-mor e Rogério Dias Correia, com o título **Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil**, faz uma análise técnica da variação do valor dos papéis de empresas envolvidas na operação realizada pelo Ministério Público Federal e Polícia Federal.

O segundo artigo **Relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o Audit Delay**, de Vanessa Chiudini, Paulo Roberto da Cunha e Leandro Marques, levanta a hipótese de que um maior atraso na liberação do relatório contábil pode sinalizar maiores riscos para a realização da auditoria.

O artigo **Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de consumo cíclico e não cíclico na BM&FBovespa**, dos autores Jardel Pandini, Diego Rafael Stüpp e Valkyrie Vieira Fabre, revela que há diferenças sensíveis no impacto da flutuação econômica em empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico.

No artigo dos autores Tatieli Borges Machado e Alex Mussoi Ribeiro, **Antecipação de recebíveis nos bancos e factorings: uma análise das diferenças entre as taxas cobradas e suas possíveis causas**, é analisado o cenário das taxas médias utilizadas por bancos comerciais e empresas de fomento na negociação de recebíveis das empresas no cenário brasileiro.

Um relevante tema para o Estado de Santa Catarina é a concessão de crédito presumido de ICMS para as indústrias têxteis. No artigo, **Incentivos fiscais como política pública de desenvolvimento industrial: uma análise empírica dos efeitos econômicos da concessão de crédito presumido de ICMS para as indústrias do Estado de Santa Catarina**, é apresentada a análise dos autores Julio Cesar Fazoli, Fabrícia da Silva Rosa, Leonardo Flach e Luiz Felipe Ferreira.

Ainda nesta edição, no artigo **Performance dos fundos de investimento em cotas no Brasil**, é demonstrado um comparativo entre a performance dos fundos de investimentos em cotas com a performance dos demais fundos, resultado do trabalho de pesquisa de Dermeval Martins Borges Junior e Rodrigo Fernandes Malaquias.

Por fim, o artigo **Subvenção e assistência governamental em empresas brasileiras com fomento à inovação da FINEP**, de Jackeline Lucas Souza, Paulo Henrique Nobre Parente, Ivaneide Ferreira Farias e Hyane Correia Forte, traz o teor e o nível de evidenciação das Subvenções e Assistências Governamentais (SAG) nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras beneficiadas pela FINEP. Boa Leitura!

Contador **Marcello Alexandre Seemann**
Presidente CRCSC

ANÁLISE DO IMPACTO DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO DAS EMPRESAS DOS SETORES DE CONSUMO CÍCLICO E NÃO CÍCLICO DA BM&FBOVESPA

ANALYSIS OF THE IMPACT OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES IN THE SECTORS OF CONSUMER CYCLICAL AND NON-CYCLICAL OF BM&FBOVESPA

JARDEL PANDINI

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC). **Endereço:** Rua Braulino Guimarães, 36 | Gabiroba | 88400-000 | Ituporanga/SC | Brasil.
E-mail: jardelpandini@hotmail.com

DIEGO RAFAEL STÜPP

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Professor da Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC). **Endereço:** Rua João Custódio da Luz, 43 | Progresso | 89163-766 | Rio do Sul/SC | Brasil.
E-mail: diego.stupp@udesc.br

VALKYRIE VIEIRA FABRE

Mestra em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Professora da Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC). **Endereço:** Rua Siegfried Radloff, 76 | Ponto Chic | 89140-000 | Ibirama/SC | Brasil.
E-mail: valkyrie.fabre@udesc.br

RESUMO

Todas as empresas sofrem influência das variáveis macroeconômicas, de forma mais ou menos acentuada, uma vez que estão sujeitas às condições econômicas das regiões onde estão inseridas. Esse raciocínio não é diferente para empresas que vendem bens e serviços aos consumidores finais, tais como as empresas pertencentes ao setor de Consumo Cíclico (produção e venda de bens duráveis) e Não Cíclico (produção e venda de bens não duráveis) da BM&FBovespa. À luz da Teoria dos Ciclos Econômicos, o objetivo do presente trabalho foi verificar o impacto das variáveis macroeconômicas nos indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa, uma vez que a teoria sugere que empresas do primeiro setor são mais afetadas por flutuações econômicas do que empresas do segundo setor. Nesse sentido, realizou-se uma pesquisa quantitativa, descritiva e com análise de dados documentais. O estudo utilizou-se do cálculo dos coeficientes de correlação canônica, com o auxílio do *software* estatístico SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*). A amostra da pesquisa consistiu em 103 empresas que negociam seus papéis na BM&FBovespa, divididas nos setores de Consumo Cíclico (64 empresas) e Consumo Não Cíclico (39 empresas). As conclusões do estudo apontam para uma aceitação da teoria de que empresas cíclicas são mais impactadas por variações na economia brasileira, uma vez que os resultados obtidos por meio da correlação canônica mostram que os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor Cíclico estão mais correlacionados às variáveis macroeconômicas do que os indicadores das empresas Não Cíclicas.

Submissão em 31/01/2018. Revisão em 13/04/2018. Aceito em 03/05/2018.

Palavras-chave: Consumo Cíclico. Consumo Não Cíclico. Variáveis Macroeconômicas. Indicadores de desempenho.

ABSTRACT

All companies are influenced by macroeconomic variables, more or less sharply, as they are subject to the economic conditions of the regions where they operate. Thus, this reasoning is no different for companies that sell goods and services to end users, such as companies belonging to the consumption sector Cyclical (production and sale of durable goods) and Non-Cyclical (production and sale of non-durable goods) sector of BM&FBovespa). In light of the Business Cycle Theory, the aim of this study was to assess the impact of macroeconomic variables on the financial indicators of companies in the Consumer Cyclical sector and Non-Cyclical BM&FBovespa, since they have to companies in the first sector are more affected by economic fluctuations than companies in the second sector. In this sense, there was a quantitative, descriptive and analysis of documentary data. The study used calculation of canonical correlation coefficients, using statistical software SPSS (Statistical Package for Social Sciences). The survey sample consisted of 103 companies that negotiate their roles in the BM&FBovespa, divided into the sectors of Consumer Cyclical (64 companies) and Consumer Non-Cyclical (39 companies). The study's findings point to an acceptance of the theory that cyclical companies are more impacted by changes in the Brazilian economy, since the results obtained by the canonical correlation indicates that the economic-financial indicators of Cyclical sector companies are more correlated to macroeconomic variables than the indicators of the companies not Cyclical.

Keywords: *Cyclical Consumption. Consumer Cyclical not. Macroeconomic Variables. Performance Indicators.*

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira vem enfrentando uma série de variações em seus indicadores macroeconômicos nos últimos anos, principalmente no Produto Interno Bruto (PIB), que mede o crescimento da economia de forma geral; na taxa de câmbio, que é taxa em que se convertem as transações em moeda estrangeira; na taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), taxa básica de juros da economia brasileira; e na inflação, medida por meio de indicadores que expressam o aumento dos preços de produtos e serviços em determinada região e período (Banco Central do Brasil, 2016; IBGE, 2016).

Essas variações constantes na economia levam a inúmeras incertezas por parte das famílias e empresas. Incertezas quanto ao desempenho da economia tendo por base os aumentos da inflação, a redução do crescimento e a elevação do desemprego, por exemplo. Essas incertezas afetam as decisões de consumo das famílias, que podem preferir guardar dinheiro em poupanças ao invés de gastar com bens de consumo. No campo empresarial, os investimentos ficam comprometidos, uma vez que as empresas tendem a cortar opções de aumento da capacidade produtiva em períodos de queda na atividade econômica (Haddow, Hare, & Hooley, 2013; Costa, 2014).

Em se tratando da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), um dos setores de atividades que está mais vulnerável às variações macroeconômicas é o de Consumo Cíclico. Em teoria, as receitas das empresas desse setor são diretamente afetadas por flutuações na economia, principalmente em períodos de recessão ou expansão econômica. Estão incluídas nesse grupo as companhias que produzem e comercializam bens duráveis, cujo faturamento varia conforme o nível de renda a curto prazo do mercado consumidor, uma vez que são bens que possuem grande elasticidade-renda, isto é, efeito da renda sobre o consumo (Pindyck & Rubinfeld, 2009; Calixto, Oliveira, & Kretzer, 2015).

Outro grupo que representa as empresas que têm como principal atividade econômica a produção e/ou comercialização de bens de consumo é o setor de Consumo Não Cíclico. Pode ser definido, em teoria, como o menos afetado por variações macroeconômicas. As organizações enquadradas nesse setor têm como produto principal os bens de consumo não duráveis, como alimentos, bebidas, materiais de limpeza e higiene e etc. Os produtos e serviços dessas companhias não sofrem o efeito da elasticidade-renda, pois mesmo que hajam variações na renda da população, o consumo de tais bens e serviços tende a se manter estável (Vasconcellos & Garcia, 2014; Calixto *et al.*, 2015).

Estudos na área de variações macroeconômicas de um país são feitos desde o início do século XX. Tal área pode ser caracterizada pela Teoria dos Ciclos Econômicos, que propõe que a atividade econômica dos países sofre flutuações no nível do produto. Não existe um consenso entre os autores desse ramo de pesquisa que explique tais variações, mas as vertentes mais aceitas entre os estudiosos são de que ofertas de moeda (renda) e fatores não monetários, como produtividade e trabalho, são os motivos que mais propagam essas flutuações (Santos, Teixeira & Dalmacio, 2008).

Conforme afirmam Santos *et al.* (2008), um dos primeiros estudiosos desse fenômeno foi Wesley Clair Mitchell, que publicou relevantes trabalhos a respeito do tema. A ideia de que ciclos econômicos podem afetar o desempenho das empresas foi uma das principais vertentes de pensamento de Mitchell. O autor acreditava que o setor de atuação de cada organização fazia com que ela fosse mais ou menos afetada por esses ciclos (Mitchell, 1927; Santos *et al.*, 2008).

Estudos internacionais recentes mostram que a área de ciclos econômicos ainda é objeto de pesquisa. Enqvist, Graham, e Nikkinen (2014) analisaram o impacto da gestão de capital de giro na rentabilidade de algumas empresas finlandesas durante variados ciclos de negócios e descobriram que condições macroeconômicas apresentam influências mensuráveis sobre a relação capital de giro/rentabilidade. Já Frösén, Jaakkola, Churakova e Tikkanen (2016) demonstraram em seu trabalho a respeito de empresas que possuem ênfase no relacionamento com clientes a longo prazo (*business-to-business*) que variações macroeconômicas têm uma influência notável no desempenho dessas organizações.

Ao se estudar a relação entre agregados macroeconômicos e desempenho econômico-financeiro, é importante que se conheça os indicadores que expressam o desempenho de uma organização. Para tal procedimento utilizam-se técnicas conhecidas como análise de balanços ou análise das demonstrações contábeis, que é o caminho para que sejam extraídas informações de uma empresa para a tomada de decisões. Com base nos dados contidos nas demonstrações, a análise de balanços produz informações que serão úteis para um processo mais fundamentado de análise da situação econômico-financeira de uma empresa e conseqüentemente para a tomada de decisão por parte dos administradores (Matarazzo, 2008).

Depois de elaboradas várias pesquisas sobre o tema, verificou-se a escassez de trabalhos que analisam a relação das variáveis macroeconômica PIB, taxa de câmbio, taxa Selic e inflação com o desempenho das empresas do setor de Consumo Cíclico e Não Cíclico listadas na BM&FBovespa. No contexto abordado, o problema de pesquisa que se coloca no presente estudo é: *Qual o impacto das variações macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de Consumo Cíclico e Não Cíclico listadas na BM&FBovespa entre os anos de 2008 e 2015?*

A partir do contexto abordado, tem-se que variações no desempenho da economia podem levar a variações no desempenho das empresas e, especialmente quando as curvas econômicas apresentam quedas, a geração de empregos e distribuição de renda pode ficar comprometida (Enqvist *et al.*, 2014). Como contribuição social, o presente trabalho busca analisar como o desempenho das empresas de consumo no Brasil é afetado por variações macroeconômicas e se isso representa riscos para a população em idade economicamente ativa que busca por emprego.

Em relação às contribuições práticas do estudo, busca-se por meio deste fornecer um parâmetro de análise para gestores e administradores de empresas que se enquadrem no setor de Consumo Cíclico e Não Cíclico. Busca-se, também, auxiliar para a redução de

incertezas em futuros planejamentos e modificar as áreas da organização que merecem destaque, conforme aconteçam variações na atividade econômica do país.

Para atender ao objetivo do trabalho, que foi o de verificar o impacto das variáveis macroeconômicas nos indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa, o presente estudo está dividido em seções, que compreendem: introdução; fundamentação teórica, que descreve sobre a teoria dos ciclos econômicos e estudos relevantes; método e procedimentos da pesquisa; análise dos dados e, na última seção, são apresentadas as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O presente referencial teórico se pauta na explicação da Teoria dos Ciclos Econômicos e na descrição de alguns estudos relevantes para a elaboração deste trabalho.

2.1 Teoria dos ciclos econômicos

Os “ciclos de negócios”, “ciclos econômicos” ou *business cycles* podem ser definidos como flutuações na atividade econômica de uma nação em uma vasta gama de variáveis macroeconômicas, tais como produtos, empregos, preços, consumo, investimento e inovações tecnológicas (Long & Plosser, 1983). Conforme explicam Santos *et al.* (2008), não existe um consenso entre os autores clássicos desse ramo de pesquisa que explique tais variações. As vertentes mais aceitas entre os estudiosos são de que ofertas de moeda (renda da população), investimentos, produtividade, trabalho, inovações tecnológicas e variações externas à economia, tais como alterações climáticas, são os motivos que mais propagam os ciclos.

Esforços sérios para que se explicassem crises de negócios e depressões econômicas começaram em meados do século XVIII, em meio às flutuações violentas do comércio após as Guerras Napoleônicas. Durante mais de um século, a Europa ocidental ficou mergulhada em intervalos de economia especulativa, mercados saturados e epidemia de falência, porém nessa época nenhuma ideia conclusiva de que isso se tratava de uma tendência que se repetiria muitas vezes mais tarde havia sido elaborada (Mitchell, 1927).

A partir do século XIX, Karl Marx e Adam Smith, filósofos políticos, que possuíam um vasto conhecimento econômico, passaram a prestar atenção aos movimentos econômicos, nas variações rítmicas do comércio e formularam as primeiras questões a respeito de ciclos de negócios. Tais formulações serviram de base para que autores como Mitchell (1913 e 1927), Schumpeter (1939), Burns e Mitchell (1946), Lucas (1977), Kydland e Prescott (1982 e 1990) e Long e Plosser (1983), além de outros, pudessem desenvolver seus estudos a respeito de ciclos econômicos e consolidar esse ramo como uma área relevante para pesquisas (Mitchell, 1927; Schumpeter, 1939).

Um dos mais antigos e influentes autores que estudou ciclos econômicos a fundo e tentou entender as origens e causas desse fenômeno foi Wesley Clair Mitchell. Para o autor, a característica crucial de uma economia capitalista moderna é que tudo gire em torno da moeda, ou seja, a produção somente é realizada se há expectativa de lucro por parte das empresas, com a venda de tais produtos. Sem a geração de lucros, a produção diminui, aumenta o desemprego e se instala uma crise generalizada. Em épocas de retração da atividade econômica, empresas vão à falência, ativos são liquidados e prepara-se o terreno para uma nova recuperação, prosperidade, novas crises e novas depressões na economia (Mitchell, 1913; Sherman, 2001).

Como um aprofundamento de suas primeiras impressões a respeito de *business cycles*, Mitchell publica outro livro, em 1927, em que busca explicar com mais clareza o problema envolvendo ciclos econômicos e suas configurações. De acordo com Mitchell, existe uma sucessão de fatores que levam a variações na atividade econômica de um país. Tais fatores começam com períodos de prosperidade, que levam a crises pelo mau planejamento das empresas, governo e famílias, passando assim por períodos de recessão e depressão da atividade econômica, que, depois de algum tempo, abrirão espaço para condições que conduzirão a uma nova recuperação, para que o ciclo se reinicie.

Schumpeter (1939), em seu livro a respeito de ciclos de negócios, traz uma visão complementar à de Mitchell (1927), a respeito das causas desse fenômeno. Para ele, além de fatores internos do sistema econômico, como alterações no gosto dos consumidores, na quantidade ou qualidade da produção e modificação no fornecimento de *commodities*, por exemplo, existem os fatores externos à economia que são causadores dos ciclos, tais como o clima, descoberta de metais preciosos, terras inexploradas, abertura de novos países, entre outros, que foram causadores dos ciclos de negócios em épocas passadas.

Alguns anos depois, Arthur Frank Burns e Wesley Clair Mitchell (1946), por meio da prerrogativa de que ciclos de negócios duram de um a dez ou doze anos e não são divisíveis em ciclos mais curtos de caráter similar, procuram mensurar ciclos de negócios por meio de uma exposição detalhada dos métodos de medição do comportamento cíclico. Os autores também elaboraram uma pesquisa utilizando esses mesmos métodos para acompanhar possíveis mudanças no comportamento das variáveis macroeconômicas ao longo do tempo (Burns & Mitchell, 1946; Koopmans, 1947).

Neste trabalho, Burns e Mitchell reforçam o enunciado de que ciclos econômicos são um tipo de flutuação encontrada na atividade econômica global dos países, que organizam seus trabalhos em empresas e que visam especificamente o lucro. Um ciclo consiste em variações que acabam por afetar todos os setores de uma economia e sempre acontecem de forma semelhante: prosperidade, que levam a crises, depois recessões e depressões, para novamente haver períodos de prosperidade e expansão, crises, recessões e assim por diante (Burns & Mitchell, 1946).

Após críticas de Koopmans (1947), de que o trabalho de Burns e Mitchell foi elaborado para que determinadas hipóteses fossem aceitas como verdadeiras, o ramo de ciclos de negócios deixou de ser uma área ativa em pesquisa macroeconômica nas décadas seguintes. Prevaleceu o modelo Keynesiano de que choques de oferta e demanda são os causadores de ciclos de negócios. Entretanto, nos anos 70, surge Robert E. Lucas, autor que revoluciona os estudos em macroeconomia com o postulado de que fatores monetários são os principais causadores dos ciclos econômicos, corroborando as teorias do modelo Keynesiano (Santos *et al.*, 2008).

Outros autores que se destacaram na explicação de *business cycles* foram Finn Kydland e Edward C. Prescott. Em 1982, esses autores publicaram um trabalho que altera novamente a interpretação dos ciclos econômicos. Com a utilização de dados trimestrais da economia norte-americana pós-guerra e modelos estatísticos inovadores para a época, que consideravam principalmente o *time-to-build* (tempo que um bem de capital leva para ser construído), Kydland e Prescott buscaram explicar as variações cíclicas de um conjunto de séries temporais econômicas.

Seguindo na mesma linha de raciocínio de Lucas e Kydland e Prescott, Long e Plosser (1983) também afirmam que choques de oferta e demanda são os mecanismos que mais propagam os ciclos, uma vez que incrementos adicionais e inesperados na renda da população fazem com que a busca por bens duráveis e não duráveis aumente. Por meio disso, a produção se ajusta para que não faltem nem sobrem produtos no mercado.

Outra mudança significativa no entendimento de ciclos de negócios adveio com o trabalho de Long e Plosser (1983). Os estudiosos são os primeiros a utilizarem a expressão *Real Business Cycles* (Teoria dos Ciclos Reais de Negócios) em seus trabalhos. Tal Teoria enfatiza que existem grandes flutuações aleatórias na taxa de mudança tecnológica e, a partir disso, indivíduos racionalmente alteram seus níveis de trabalho e consumo. Logo, choques de oferta e produtividade causados por variações tecnológicas são as principais determinantes das variações econômicas de um país, e não nível de preços e oferta de moeda, como defendia a Teoria dos Ciclos Econômicos anterior (Long & Plosser, 1983; Mankiw, 1989).

A partir desse trabalho, consolidou-se a nova teoria a respeito de ciclos de negócios e outros pesquisadores seguiram a nova vertente de estudos. Mankiw (1989) enfatiza que essa nova teoria não fornece uma explicação plausível de flutuações econômicas e que, portanto, não deve ser utilizada por decisões políticas para avaliar os efeitos das políticas macroeconômicas propostas. Na visão de Plosser (1989), apesar de a Teoria dos Ciclos Reais de Negócios estar enraizada na análise de choques tecnológicos ou de produtividade, não

pode se prender apenas a isso, pois existem outros fatores que também interferem na atividade econômica de uma nação.

2.2 Estudos relevantes

Santos *et al.* (2008) elaboraram um estudo que teve como objetivo analisar a relação entre os ciclos econômicos no Brasil e o desempenho econômico-financeiro das companhias de capital aberto no país. A amostra foi composta por todas as empresas listadas na Bovespa entre o primeiro trimestre de 1995 e o último trimestre de 2005. Como variável macroeconômica relacionada, foi utilizado o PIB real per capita. Já, para medir o desempenho econômico-financeiro das empresas, utilizou-se um conjunto de nove indicadores, divididos entre índices de liquidez, endividamento e estrutura de capital, rentabilidade e lucratividade, e também de volatilidade. Foram utilizados testes de correlação cruzada para medir o grau de interação entre os ciclos econômicos e o desempenho das empresas. Conclui-se, a partir de tais análises, que o setor Financeiro foi o que mais apresentou relação com o ciclo econômico. Indica que tal setor influencia diretamente no PIB. Outra verificação do estudo é que os indicadores de Rentabilidade do Patrimônio Líquido e Margem Operacional foram os que mais apresentaram correlação com PIB e em alguns setores, grande correlação, como na Siderurgia, Mineração e Metalurgia. Os outros indicadores apresentaram pouca ou nenhuma correlação com o ciclo econômico medido pelo PIB.

O estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009) teve como objetivo verificar os determinantes da estrutura de capital em companhias abertas da América Latina, levando em conta os fatores específicos da empresa e também fatores macroeconômicos e institucionais. Para tal, utilizaram como base 388 empresas de capital aberto de cinco das sete maiores economias da América Latina mensuradas pelo PIB de 2005 (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru). As conclusões do estudo assinalaram que os índices de liquidez corrente e rentabilidade do ativo foram os fatores específicos da empresa que ajudaram a determinar sua estrutura de capital. Com relação aos fatores macroeconômicos e institucionais, a variável crescimento do PIB foi a mais relevante. Apresentou uma relação negativa com o endividamento total das companhias, uma vez que em tempos de crescimento econômico as empresas tendem a dispor de mais recursos internos para financiar seus investimentos.

Costa, Schmitt, Leite e Silva (2011) buscaram evidenciar em seu trabalho de que forma variáveis macroeconômicas influenciaram o nível de caixa das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para tal análise, os autores utilizaram as demonstrações contábeis de 82 empresas escolhidas aleatoriamente dentre as que negociaram ações na BM&FBovespa, entre os anos de 2002 e 2009, em comparação com as variáveis macroeconômicas PIB, taxa SELIC e IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo). Ao final do estudo, os autores constataram numa análise estatística descritiva preliminar uma correlação negativa entre o nível médio de disponibilidades e as variações do IPCA e da taxa SELIC. Após a aplicação dos testes estatísticos, confirmou-se que tanto o IPCA, como a taxa SELIC e o PIB foram significativos para determinar o nível de disponibilidades das empresas.

O trabalho elaborado por Costa e Gomes (2011) objetivou a análise da influência dos ciclos econômicos em relação ao desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. A amostra dessa pesquisa foram as empresas de capital aberto no Brasil, referentes aos períodos de 1986 a 2008, chegando a um total de 5.581 observações. Esse período foi escolhido por representar grandes crises financeiras mundiais, bem como as inúmeras variações nos planos econômicos brasileiros. O desempenho das empresas foi medido pela variável dependente ROA (lucro líquido em relação aos ativos). Foi utilizado o modelo estatístico para verificar a relação entre o desempenho e as variações macroeconômicas. A partir das observações, os autores concluíram que o efeito firma (características individuais de cada empresa) ainda é a maior responsável pela parte mais relevante do desempenho das organizações, embora grandes períodos de tempo tendam a fazer com que as variáveis macroeconômicas possuam maior poder de explicação sobre a firma individualmente. Além disso, o efeito ano e efeito ramo de negócios também foram relevantes no desempenho das companhias.

Coelho (2012), em sua dissertação a respeito da relação entre indicadores de desempenho e variáveis macroeconômicas, objetivou investigar como variações na taxa de câmbio, PIB, inflação e taxa de juros impactam no nível de liquidez corrente das empresas. A amostra da pesquisa compreendeu as empresas listadas na BM&FBovespa que tinham ações negociadas entre o período de 2003 e 2011 e que não eram pertencentes ao setor financeiro e de seguros. Foram coletados os dados trimestrais de 141 empresas, de 13 setores de atividades distintas. Como conclusão, os resultados obtidos pela autora mostram que o nível de liquidez das empresas analisadas é impactado por variações macroeconômicas. Além disso, verificou-se que as variáveis PIB e taxa de juros (SELIC) correlacionam-se aos índices de liquidez corrente de maneira positiva, ao passo que as variáveis câmbio e inflação se relacionam de forma negativa.

Em seu estudo, intitulado “A relação existente entre os lucros das empresas de capital aberto e das variáveis macroeconômicas”, Fabris e Fontana (2012) analisaram a relação de curto e longo prazo existente entre as variáveis macroeconômicas e as séries dos lucros trimestrais (lucro operacional, líquido e por ação) das principais empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Como base nesse estudo foram utilizados os dados das empresas Ambev, BR Food's, Gerdau, Petrobras, Souza Cruz e Vivo, entre o primeiro trimestre de 2000 e o último de 2010. Como resultado, observou-se que os lucros das empresas e as variáveis macroeconômicas tendem a se equilibrar no longo prazo, principalmente o lucro líquido e operacional. Por meio desse estudo, estimaram-se parâmetros para correção de erros que contribuem para que sejam realizadas previsões de lucros em curto prazo.

Albuquerque, Silva e Maluf (2014) elaboraram um estudo com o objetivo de verificar se há relação entre a previsão de faturamentos futuros das empresas siderúrgicas brasileiras contra informações macroeconômicas, como PIB, taxa SELIC e inflação. Como amostra, foram utilizadas quatro empresas siderúrgicas nacionais: Gerdau, CSN (Companhia Siderúrgica Nacional), Usiminas e Vicunha, com análises entre o segundo trimestre de 2002 e o último de 2010. A metodologia utilizada no estudo é conhecida por ARMAX (Modelo Autorregressivo de Médias Móveis), e tem por finalidade assegurar que todas as variáveis exógenas (PIB, Inflação e taxa SELIC) possam ser consideradas simultaneamente em comparação à variável endógena dependente (faturamento). Como resultado, os autores apuraram que a taxa SELIC é a variável macroeconômica que mais influi no faturamento futuro das empresas do setor siderúrgico, uma vez que altas taxas de juros freiam investimentos no setor, enquanto taxas de juros mais baixas tendem a fazer com que os investimentos cresçam. As variáveis PIB e inflação, embora menos significativas, também influenciaram na expectativa de faturamento das empresas.

Como pesquisa recente, tem-se o trabalho de Lopes, Costa, Carvalho e Castro (2016), que teve por objetivo analisar o comportamento do valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, em relação à situação econômico-financeira das mesmas durante duas grandes crises financeiras mundiais (2008 e 2012). Ao final da pesquisa, os autores concluíram que a relação do valor de mercado com o Patrimônio Líquido (PL) das empresas se comportou de forma diferente nos dois anos analisados. Em 2008, empresas que possuíam uma variação de mercado em relação ao PL abaixo da média apresentaram uma liquidez maior, um endividamento menor e lucratividade menor do que empresas que tinham variação de mercado em relação ao PL acima da média. Em 2012 inverteram-se os resultados, ou seja, empresas que possuíam uma variação de mercado em relação ao PL abaixo da média tiveram liquidez menor, endividamento maior e lucratividade maior do que empresas acima da média. A partir daí os autores destacam que empresas que possuíam maior alavancagem financeira em 2008 foram melhores avaliadas pelo mercado naquele ano, ao passo que empresas que tiveram maior liquidez foram as com maior valor de mercado em 2012.

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Quanto à abordagem do problema, esta pesquisa classifica-se como quantitativa, por se valer de técnicas estatísticas como coeficientes e índices. Silva (2010) coloca a ideia de pesquisa quantitativa aquela que se utiliza de técnicas de estudo sofisticadas, como o emprego

aprimorado de estatística. Por esse motivo, a matemática assume lugar de destaque dentro das investigações que são classificadas como quantitativas (Silva, 2010).

Em relação aos objetivos propostos, a presente pesquisa caracteriza-se como descritiva. Para Silva (2010), uma pesquisa descritiva tem como principal objetivo estabelecer relações entre variáveis, a partir das características de determinada população ou fenômeno. Nesse tipo de pesquisa, existem técnicas padronizadas para a obtenção dos dados necessários e é de fundamental importância que o pesquisador tenha certo grau de responsabilidade, para que a pesquisa apresente validade científica.

Este estudo é definido como uma pesquisa documental. Tal procedimento baseia-se em materiais que não receberam qualquer tipo de tratamento por parte de estudiosos e por isso podem ser moldados com base no objetivo que a pesquisa pretende atingir. Nesse tipo de pesquisa, o objetivo é selecionar, tratar e interpretar a informação em seu estado bruto, buscando extrair dela algum sentido e atribuir-lhe algum valor (Raupp & Beuren, 2014).

A população ou universo da presente pesquisa são todas as 143 empresas que compõem os setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa, segundo o relatório de classificação setorial constante no *website*. Em relação à amostra dessa pesquisa, a mesma pode ser definida como não probabilística. Desse modo, a amostra da presente pesquisa enquadra elementos da população das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa.

No mês de agosto de 2016, existiam 64 companhias listadas no setor econômico de Consumo Cíclico que negociavam suas ações na BM&FBovespa e que tinham as demonstrações contábeis publicadas conforme exige a legislação pertinente a esse tipo de organização. Tais empresas são classificadas nesse setor porque seu faturamento varia, em tese, de acordo com o desempenho da economia em que estão inseridas. Trata-se de empresas que produzem bens de consumo duráveis e que não têm prioridade de consumo em caso de uma baixa na renda da população.

Para o setor de Consumo Não Cíclico da BM&FBovespa, a amostra constituiu-se de 39 companhias listadas em agosto de 2016, subdivididas em oito subsetores de atuação, conforme atividade fim de cada uma. Tais empresas são enquadradas nesse setor, pois produzem e/ou comercializam bens de consumo não duráveis e que são de grande importância para o ser humano. Por esse motivo, independentemente da situação econômica da região em que estejam instaladas, o faturamento dessas organizações é menos impactado pelo ambiente econômico onde estejam inseridas.

O instrumento de coleta de dados da presente pesquisa visa à obtenção dos dados que constituirão os indicadores de desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico, a partir dos dados publicados no sítio eletrônico da BM&FBovespa. Foram coletados dados que formaram os nove indicadores de desempenho econômico-financeiro analisados no estudo, quais sejam: liquidez corrente, liquidez geral, grau de endividamento, composição do endividamento, margem EBIT (operacional), margem líquida, rentabilidade do ativo, rentabilidade do patrimônio líquido e variação da receita operacional líquida. Santos *et al.* (2008) e Stüpp (2015) mencionam que tais indicadores de análise das demonstrações contábeis são amplamente utilizados como variáveis explicativas para o desempenho econômico e financeiro das empresas.

Com o auxílio da base de dados Economática® foi feita a coleta dos dados que auxiliaram no cálculo das variáveis presentes na Tabela 3. Tais dados contemplaram o período de 2008 a 2015 e foram obtidos no mês de Julho de 2016.

A justificativa do período utilizado para proceder à coleta de dados da presente pesquisa dá-se pelo fato de que no final do ano de 2007 houve a sanção da Lei nº 11.638/07, que previu mudanças na Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76) e determinou que as empresas brasileiras adotassem as Normas Internacionais de Contabilidade, as IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Tal acontecimento gerou algumas mudanças na forma de elaboração e divulgação das demonstrações contábeis de instituições financeiras e companhias de capital aberto no país (KPMG Auditores Independentes, 2008).

Em relação às variáveis macroeconômicas, que foram utilizadas como bases de medida das flutuações econômicas, estão o PIB, a inflação (medida pelo IPCA), a taxa Selic e a taxa

de câmbio. Tais indicadores podem ser obtidos nas bases de dados de institutos oficiais, como o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o Banco Central do Brasil.

Dessa forma, os dados obtidos na presente pesquisa documental foram tabulados em planilhas eletrônicas do *Microsoft Office Excel* 2010, a fim de se organizá-los de forma sistemática que facilitasse as análises posteriores. Em seguida, os dados tabulados foram processados com a ajuda do *software* estatístico *SPSS (Statistical Package for the Social Sciences)*, versão 23, para que se efetuasse os cálculos da correlação canônica entre as variáveis dependentes e independentes do estudo.

O método estatístico utilizado foi a correlação canônica, como definem Hair, Anderson, Black, Babin e Tatham (2009). É uma extensão lógica de uma análise feita por meio da regressão linear múltipla (relação entre uma única variável dependente com duas ou mais variáveis independentes). Na correlação canônica, o objetivo é correlacionar simultaneamente diversas variáveis dependentes métricas (variáveis que sofrem influência de outras e são mensuradas de forma quantitativa) com variáveis independentes (causadoras de mudanças em relação às variáveis dependentes), também métricas. Esse método de dependência é a técnica mais geral, por meio da qual todas as demais derivam (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2009; Hair *et al.*, 2009).

4 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção apresenta-se a descrição (em forma de tabelas) e a análise dos dados que foram obtidos por meio da aplicação do teste de correlação canônica das variáveis. Esse teste consistiu no cálculo do coeficiente de correlação canônica e o nível de significância (*p-value*) do grupo de variáveis macroeconômicas em relação aos indicadores econômico-financeiros das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa. Na Tabela 1 observa-se a correlação canônica das variáveis macroeconômicas elencadas no estudo com o grupo de variáveis de desempenho das empresas do setor de Consumo Cíclico.

A partir da análise da Tabela 1, verifica-se que foram calculadas quatro combinações lineares diferentes pelo SPSS (Coluna 1), que representam o grupo de variáveis macroeconômicas (IPCA, SELIC, Câmbio e PIB). A coluna Autovalor e a coluna *Wilks Lambda* indicam a matriz de covariância (dependência) de cada variável responsável pela correlação entre elas (Magro, 2012). O *p-value*, por sua vez, indica a significância da combinação linear, que, de acordo com Hair *et al.* (2009), é ao nível de 0,05 (5%).

Tabela 1

Correlação canônica das variáveis macroeconômicas com o grupo de desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de Consumo Cíclico

	Correlação Canônica	Autovalor	Wilks Lambda	D.F.	P-value
1	,762	1,385	,314	36,000	,000
2	,389	,178	,749	24,000	,686
3	,266	,076	,883	14,000	,848
4	,224	,053	,950	6,000	,729

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim, observa-se que houve significativa correlação canônica da primeira combinação linear (0,762) com um nível de significância ao nível de 0,05 (*p-value* de 0,000). Logo, esse coeficiente de correlação canônica de 0,762 indica que existe uma considerável relação entre as variáveis do modelo. Na Tabela 2, verificam-se os coeficientes das variáveis canônicas provenientes da relação entre as variáveis macroeconômicas e os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Cíclico.

Conforme observado na Tabela 2, a maior correlação das quatro combinações lineares deu-se na primeira coluna. Portanto, a análise dos coeficientes da Tabela 2 será elaborada também com base na coluna um. Os coeficientes das demais colunas dizem respeito ao cálculo das outras três combinações lineares, porém, como o objetivo do modelo é apresentar

as variáveis que tenham correlação máxima entre si, é utilizada apenas a primeira coluna na análise (Magro, 2012).

Tabela 2

Coefficientes para as variáveis canônicas dos indicadores macroeconômicos e econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Cíclico

Grupos	Variável	Combinações lineares			
		1	2	3	4
Indicadores econômico-financeiros	LC	-,102	-,391	,629	,515
	LG	,154	-,060	,053	-,281
	GE	-,001	-,153	-,083	-,351
	CE	,048	-,128	-,220	,275
	MG.EBIT	,085	,353	-1,106	,201
	ML	,188	,125	,181	-,976
	RSA	-,261	1,087	,183	,892
	RSPL	-,066	-,333	,642	-,874
	VAR.ROL	,973	-,436	,449	,278
Variáveis Macroeconômicas	IPCA	,464	1,204	-1,050	-,150
	SELIC	-,058	-,106	,890	-,832
	CAMBIO	-1,492	-,466	,432	,532
	PIB	-,498	,653	,516	,810

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao se relacionar-se as variáveis macroeconômicas com os indicadores econômico-financeiros da coluna 1 (um), observa-se que há uma correlação diretamente proporcional entre a variável macroeconômica IPCA e os indicadores de desempenho econômico-financeiros Liquidez Geral (LG), Composição do Endividamento (CE), Margem EBIT (MG.EBIT), Margem Líquida (ML) e Variação da Receita Líquida (VAR.ROL). Essa última variável é mais relacionada, com um coeficiente de 0,973. Dessa forma, quanto maior ou menor for o IPCA, maior ou menor também serão os indicadores de desempenho econômico-financeiro (LG, CE, MG EBIT, ML, VAR.ROL) (Fávero *et al.*, 2009).

De forma semelhante, pode-se observar relação diretamente proporcional também entre os indicadores macroeconômicos taxa Selic, taxa de Câmbio e PIB com os indicadores econômico-financeiros Liquidez Corrente (LG), Grau de Endividamento (GE), Retorno Sobre o Ativo (RSA) e Retorno Sobre o PL (RSPL). Assim, quanto maior ou menor forem a taxa Selic, a taxa de Câmbio e o PIB, maior ou menor também serão os indicadores de desempenho econômico-financeiros (LC, GE, RSA, RSPL).

Como forma de comparação das correlações canônicas das empresas do setor de Consumo Cíclico com as empresas do setor de Consumo Não Cíclico, proceder-se-á agora às análises desse último grupo. Para tanto, está elencada na Tabela 3 a correlação canônica das variáveis macroeconômicas (IPCA, SELIC, Câmbio e PIB) com o grupo de variáveis de desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de Consumo Não Cíclico.

Tabela 3

Correlação canônica das variáveis macroeconômicas com o grupo de desempenho econômico-financeiro das empresas do setor de Consumo Não Cíclico

	Correlação Canônica	Autovalor	Wilks Lambda	D.F.	P-value
1	,590	,535	,534	36,000	,052
2	,314	,110	,819	24,000	,883

Continua

Tabela 3 (continuação)

	Correlação Canônica	Autovalor	Wilks Lambda	D.F.	P-value
3	,263	,074	,909	14,000	,903
4	,153	,024	,976	6,000	,926

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3 foram gerados quatro conjuntos de combinações lineares pelo SPSS, que representam o grupo de variáveis macroeconômicas (IPCA, SELIC, Câmbio e PIB). Observa-se que houve correlação canônica moderada na primeira combinação linear (0,590), menor do que o observado na maior combinação linear das variáveis macroeconômicas com empresas do setor Cíclico. Além disso, nenhuma combinação apresentou significância ao nível de 0,05 (5%). A mais próxima chegou a 0,052, contrariamente às informações observadas nas empresas cíclicas, que apresentaram uma significância com *p-value* de 0,000 na primeira combinação linear.

Apesar disso, o coeficiente de correlação canônica de 0,590 representa que existe uma moderada relação entre as variáveis do modelo, ou seja, as variações nos indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Não Cíclico são explicadas também pela primeira combinação linear do modelo, embora nenhuma delas atinja o nível de significância de 5%.

Na Tabela 4, verificam-se os coeficientes das variáveis canônicas provenientes da relação entre as variáveis macroeconômicas e os indicadores econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Não Cíclico da BM&FBovespa. A maior correlação das quatro combinações lineares deu-se na primeira coluna, observado o maior grau de correlação encontrado, apesar de não ter havido grau de significância na combinação.

Ao se relacionar as variáveis macroeconômicas com os indicadores econômico-financeiros da coluna 1 (um), observa-se que há uma correlação diretamente proporcional entre as variáveis macroeconômicas IPCA e PIB e os indicadores de desempenho econômico-financeiros Liquidez Geral (LG), Grau de Endividamento (GE), Margem EBIT (MG. EBIT), Margem Líquida (ML), Retorno sobre o PL (RSPL) e Variação da Receita Líquida (VAR ROL), essa última variável mais relacionada com as variáveis macroeconômicas, com um coeficiente de 0,826. Dessa forma, conclui-se que quanto maior ou menor for o IPCA e o PIB, maior ou menor também serão os indicadores de desempenho econômico-financeiros (LG, GE, MG EBIT, ML, RSPL e VAR ROL).

Além disso, pode-se observar relação diretamente proporcional também entre os indicadores macroeconômicos SELIC e Câmbio com os indicadores econômico-financeiros Liquidez Corrente (LG), Composição do Endividamento (CE) e Retorno Sobre o Ativo (RSA). Assim, quanto maior ou menor forem SELIC e o Câmbio, maior ou menor também serão os indicadores de desempenho econômico-financeiros (LC, CE e RSA).

Tabela 4

Coefficientes para as variáveis canônicas dos indicadores macroeconômicos e econômico-financeiros das empresas do setor de Consumo Não Cíclico

Grupos	Variável	Combinações lineares			
		1	2	3	4
Indicadores econômico-financeiros	LC	-,142	,166	-1,824	,536
	LG	,105	-,633	1,828	-1,291
	GE	,146	-,456	-,826	,200
	CE	-,227	,309	-1,457	,695

Continua

Tabela 4 (continuação)

Grupos	Variável	Combinações lineares			
		1	2	3	4
Indicadores econômico-financeiros	MG.EBIT	,203	-1,071	-,472	-,119
	ML	,147	1,467	,352	-1,022
	RSA	-,286	,442	-,660	1,588
	RSPL	,108	-,215	-,016	-,529
	VAR.ROL	,826	,304	,143	,275
Variáveis Macroeconômicas	IPCA	,334	,927	-1,111	1,073
	SELIC	-,983	-,177	-,128	-,731
	CAMBIO	-,414	,036	1,779	,049
	PIB	,078	1,199	,670	-,126

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme evidenciado na literatura, os ciclos de negócios ou o desempenho de uma economia têm a capacidade de influenciar no desempenho das empresas que estão inseridas nesse ambiente, uma vez que muitos fatores macroeconômicos vão se sobrepondo e acabam por impactar no nível de atividade das organizações. As vertentes mais aceitas entre os estudiosos são de que ofertas de moeda (renda da população), investimentos, produtividade, trabalho, inovações tecnológicas e variações externas à economia, tais como alterações climáticas, são os motivos que mais propagam as variações macroeconômicas em um país (Long & Plosser, 1983; Santos *et al.*, 2008).

Assim como previsto pela teoria, flutuações macroeconômicas expressas por indicadores de inflação (IPCA), taxa de juros (SELIC), taxa de câmbio e PIB foram mais expressivas em empresas do setor de Consumo Cíclico do que nas de Consumo Não Cíclico. A partir da análise das Tabelas 1 e 3 observa-se uma correlação maior das variáveis macroeconômicas com empresas do setor Cíclico (0,762 contra 0,590 do setor Não Cíclico).

Os resultados encontrados no presente trabalho corroboram os resultados de alguns estudos e são contrários a outros encontrados na literatura. Para os indicadores de liquidez, Costa *et al.* (2011) evidenciaram uma relação negativa do nível de disponibilidades (que influencia nos indicadores de liquidez das empresas) com o IPCA. Coelho (2012) concluiu em seu estudo que os indicadores de liquidez das empresas correlacionam-se de forma positiva à taxa de juros e ao PIB e de forma negativa à taxa de câmbio e inflação, tal como na presente pesquisa.

Em relação aos indicadores de endividamento, o presente estudo não encontrou relação significativa entre as variáveis macroeconômicas e tais indicadores. Bastos *et al.* (2009) também não observaram relação significativa das taxas de inflação com o endividamento contábil das empresas da América Latina, mas observaram que existe influência do PIB sobre o endividamento das companhias, assim como Dani, Padilha, Santos e Almeida-Santos (2016), os quais enfatizam que um dos principais fatores que influenciam na estrutura de capital das empresas é o PIB, uma vez que o crescimento econômico traz maiores disponibilidades de recursos internos para as empresas que se utilizam de mais capital próprio para seu financiamento.

Para os indicadores de rentabilidade e lucratividade (ML, MG EBIT, RSA, RSPL e VAR ROL), o presente estudo indica uma alta correlação das variáveis macroeconômicas com variação da receita líquida (VAR ROL), corroborando estudos anteriores que tendem a afirmar que existe relação entre a economia e os indicadores de desempenho econômico e financeiro das empresas, descritos abaixo.

Santos *et al.* (2008) identificaram relação positiva entre a rentabilidade dos ativos (RSA) e a margem operacional das empresas (MG EBIT) em relação ao PIB das empresas brasileiras de capital aberto. Indicam que se a economia tem um bom desempenho, isso afeta positivamente os resultados das empresas. Fabris e Fontana (2012) afirmam que as variáveis macroeconômicas e a lucratividade das empresas tendem a se equilibrar no longo prazo, ou

seja, se a economia do país tem um bom desempenho, as empresas tendem a apresentar uma boa lucratividade. Já Albuquerque *et al.* (2014) apuraram que a taxa SELIC é a variável macroeconômica que mais influi no faturamento futuro das empresas do setor siderúrgico e as variáveis PIB e inflação, embora menos significativas, também influenciaram na expectativa de faturamento dessas empresas.

O estudo de Deleersnyder, Dekimpe, Sarvary e Parker (2003) corrobora os achados do presente trabalho. Os autores afirmam que bens de consumo duráveis (produzidos por empresas do Consumo Cíclico) tendem a ser menos consumidos em épocas de recessão econômica, uma vez que a população tende a concentrar seu consumo em bens de consumo não duráveis (produzidos por empresas do setor Não Cíclico), mais necessários à sobrevivência. Isso explica uma maior correlação da Variação da Receita Líquida em relação às variáveis macroeconômicas no setor de Consumo Cíclico do que no setor Não Cíclico.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar o impacto das variações macroeconômicas no desempenho econômico e financeiro das empresas de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa entre os anos de 2008 e 2015, a fim de verificar qual dos dois setores é mais impactado pelas variações da economia nacional e se a teoria a respeito dos setores se confirma em relação aos indicadores de desempenho.

A fim de melhor organizar as empresas que negociam seus papéis no mercado de capitais, a BM&FBovespa utiliza a classificação setorial das mesmas, de acordo com a atividade principal geradora de receitas de cada uma, formando assim blocos de empresas que atuam de forma semelhante no mercado. Dentro desses setores estão o de Consumo Cíclico e de Consumo Não Cíclico, que têm como função principal a comercialização de bens e serviços ao consumidor final.

Conforme observado na literatura, empresas pertencentes ao setor de Consumo Cíclico (vestuário, calçados, automóveis, móveis, eletrodomésticos, entre outros) têm seu desempenho influenciado por variações na economia, seja por recessões ou expansões econômicas, uma vez que produzem ou vendem bens tidos como não de primeira necessidade ou que o consumo pode ser reduzido. Por outro lado, empresas pertencentes ao setor de Consumo Não Cíclico produzem bens não duráveis, tais como alimentos e bebidas e prestam serviços de assistência médica e hospitalar, que são tidos como de primeira necessidade e têm seu gasto pouco impactado pelo nível de renda da população, pois são consumidos mesmo em tempos de recessão econômica.

O estudo por meio da correlação canônica, que consiste em analisar a relação linear entre dois conjuntos de dados, apresentou resultados que comprovam a teoria de que empresas pertencentes ao setor de Consumo Cíclico são mais afetadas pelo desempenho da economia do que empresas do setor de Consumo Não Cíclico.

Quando correlacionados os indicadores econômico-financeiro das empresas do setor de Consumo Cíclico observou-se um na primeira combinação linear de 0,762, com um nível de significância ao nível de 0,000. Isso indica que a correlação é significativa em termos estatísticos. Para o setor de Consumo Não Cíclico, a maior combinação linear foi de 0,590, porém sem significância estatística ao nível de 5%.

Além disso, confirmou-se por meio da correlação canônica que a variação da receita operacional líquida foi a variável de desempenho das empresas mais impactada pelas variáveis macroeconômicas, com um coeficiente de correlação de 0,973 para o setor de Consumo Cíclico e de 0,826 para o Consumo Não Cíclico, o que confirma novamente um maior impacto de variáveis macroeconômicas sobre as receitas de empresas de Consumo Cíclico. Além disso, observa-se que outros indicadores importantes, que medem o desempenho empresarial, como a margem de lucros, não apresentou correlação expressiva em qualquer dos dois setores analisados neste estudo.

Com isso, deixa-se como sugestão para futuros estudos que pesquisadores busquem elencar outras variáveis de desempenho das empresas de Consumo Cíclico e Não Cíclico que possam ter relação com fatores macroeconômicos, tais como os indicadores de atividade

(prazos médios de recebimento de vendas e pagamento de fornecedores, ciclo operacional e ciclo financeiro) e a análise dinâmica do capital de giro, entre outros. Além disso, sugere-se a replicação deste estudo em outros setores de empresas da BM&FBovespa (materiais básicos, bens industriais, financeiro, saúde, telecomunicações, utilidade pública), a fim de verificar se existe relação entre o desempenho de tais empresas e a economia brasileira, tal como verificado neste estudo.

REFERÊNCIAS

- Albuquerque, P. H. M., Silva, L. C., & Maluf, Y. S. (2014) Estimação da influência de variáveis macroeconômicas sobre o faturamento de organizações siderúrgicas usando o ARMAX. *Gestão & Produção*, 21(3), 648-659.
- Banco Central do Brasil. *Índices de inflação*. Recuperado em 8 maio, 2016, de http://www.bcb.gov.br/pre/portalCidadao/indecon/indice_inflacao.asp?idPai=PORTALBCB
- Bastos, D. D., Nakamura, W.T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring Business Cycles*. New York: National Bureau of Economic Research Books.
- Calixto, T. C., Oliveira, R., & Kretzer, J. (2015). O comportamento das indústrias cíclicas brasileiras pós-real. *Semana de Ciências Econômicas*, Guarapuava, 16.
- Coelho, L. B. (2012). *Efeitos de variáveis macroeconômicas no nível de liquidez de empresas brasileiras*. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Costa, A. E., Filho (2014). Incerteza e atividade econômica no Brasil. *Economia Aplicada*, 18, (3), 421-453.
- Costa, C. T., & Gomes, F. P. (2011). Análise da variação do desempenho de empresas brasileiras. *Organizações em Contexto*, 7(13), 85-105.
- Costa, G. P. C. L., Schmitt, F. O., Leite, P. A. M., Filho, Silva, C. A. T. (2011) O reflexo das variáveis macroeconômicas no nível de caixa evidenciado pelas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Anais Congresso ANPCONT*, Vitória, ES, Brasil, 5.
- Dani, A. C., Padilha, D., Santos, C. A. dos, & Almeida-Santos, P. S. (2016). Effect of market timing in the capital structure of Latin America. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(3), 143-159.
- Deleersnyder, B., Dekimpe, M. G., Sarvary, M., & Parker, P. M. (2003). Weathering tight economic times: the sales evolution of consumer durables over the business cycle. *Quantitative Marketing and Economics*, 2(4), 347-383.
- Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36-49.
- Fabris, T. R., & Fontana, M. L. L. (2012). A relação existente entre os lucros das empresas de capital aberto e das variáveis macroeconômicas. *Anais Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 9.

- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus.
- Frösén, J., Jaakkola, M., Churakova, I., & Tikkanen, H. (2016). Effective forms of market orientation across the business cycle: A longitudinal analysis of business-to-business firms. *Industrial Marketing Management*, 52, 91-99.
- Haddow, A., Hare, C., & Hooley, J. (2013). Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter? *Bank of England Quarterly Bulletin*, p. Q2.
- Hair, J. F., Anderson, R. E., Black, W. C., Babin, B. J., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *Contas Nacionais*. Recuperado em 27 março, 2016, de <http://brasilemsintese.ibge.gov.br/contas-nacionais.html>
- Koopmans, T. C. (1947). Measurement without theory. *The Review of Economics and Statistics*, 29(3), 161-172.
- KPMG. (2008). O Brasil e as normas internacionais de contabilidade (IFRS). Recuperado em 5 maio 2016, de http://www.kpmg.com.br/publicacoes/audit/ifrs/folder_ifrs_perguntas_respostas.pdf
- Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica – Journal of the Economy Society*, 50(6), 1345-1370.
- Long, J. B. J., & Plosser, C.I. (1983). Real business cycles. *The Journal of Political Economy*, 91(1), 39-69.
- Lopes, P. F., Costa, D. F., Carvalho, F. M., & Castro, L. G., Filho (2016). Desempenho econômico e financeiro das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo das crises de 2008 e 2012. *Revista Universo Contábil*, 12(1), 105-121.
- Lucas, R. E. (1976). Understanding Business Cycles. *Kiel Conference on Growth Without Inflation*, Kiel, Alemanha.
- Magro, C. B. D. (2012). *Utilidade do orçamento empresarial nas indústrias catarinenses sob a ótica da teoria da dependência de recursos*. Dissertação de Mestrado, Fundação Universidade Regional de Blumenau, SC, Brasil.
- Mankiw, N. G. (1989). Real Business Cycles: A new keynesian perspective. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 79-90.
- Matarazzo, D. C. (2008). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial* (6a ed.) São Paulo: Atlas.
- Mitchell, W. C. (1913). *Business Cycles*. Berkeley: University of California Press.
- Mitchell, W. C. (1927). *Business Cycles: The Problem and Its Setting*. New York: National Bureau of Economic Research Books.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2009). *Microeconomia* (7a ed.). Madrid: Pearson Prentice Hall.
- Plosser, C. I. (1989). Understanding real business cycles. *The Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 51-77.

- Raupp, F. M., Beuren, I. M. (2014) *Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais*. In I. M. Beuren (Org.) *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Santos, E. S. (2011) Full IFRS x Lei 11.638 (1ª fase) x Lei 6.404: impacto esperado nos resultados de 2010 a partir das empresas que se anteciparam. *Anais Congresso USP de Contabilidade e Controladoria*, São Paulo, SP, Brasil, 11.
- Santos, F. M., Teixeira, A., & Dalmacio, F. Z. (2008). Impacto das flutuações econômicas no desempenho das empresas: estudo intra-setorial sob a perspectiva da teoria dos ciclos econômicos. *Anais Congresso ANPCONT*, Salvador, BA, Brasil, 2.
- Sherman, H. (2001). The Business Cycles Theory of Wesley Mitchell. *Journal of Economic Issues*, 35(1), 85-97.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill Book Company.
- Silva, A. C. R. (2010). *Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses*. Atlas.
- Stüpp, D. R. (2015). *Previsão de insolvência a partir de indicadores contábeis: evidências de empresas listadas na BM&FBovespa nos anos 2004-2013*. Dissertação de Mestrado, Universidade do Estado de Santa Catarina, SC, Brasil.
- Vasconcellos, M. A. S., & Garcia, M. E. (2014). *Fundamentos de economia* (5ª ed.). São Paulo: Saraiva.

ANTECIPAÇÃO DE RECEBÍVEIS NOS BANCOS VRS FACTORINGS: UMA ANÁLISE DAS DIFERENÇAS ENTRE AS TAXAS COBRADAS E SUAS POSSÍVEIS CAUSAS

ANTICIPATION OF RECEIVABLES IN BANKS VRS FACTORINGS: AN ANALYSIS OF THE DIFFERENCES BETWEEN THE RATES CHARGED AND THEIR POSSIBLE CAUSES

TATIELI BORGES MACHADO

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Pós-Graduada em Auditoria Contábil e Controladoria pelo Instituto de Consultoria Empresarial e Pós Graduação (ICEP). **Endereço:** Rua Manoel Rosa, 116 | Areias | São José/SC | Brasil.

E-mail: tatieli_machado@hotmail.com

ALEX MUSSOI RIBEIRO

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professor Adjunto e Pesquisador da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). **Endereço:** Campus Reitor João David Ferreira Lima CCN/CSE, 115 | Trindade | Florianópolis/SC | Brasil.

E-mail: alex.mussoi@ufsc.br

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar a diferença entre as taxas médias utilizadas por bancos comerciais e empresas de fomento (*factoring*) na negociação de recebíveis das empresas no cenário brasileiro. As variáveis analisadas foram as taxas efetivas médias aplicadas pelas instituições financeiras e pelas companhias de fomento na compra de duplicatas e cheques, entre os anos de 2012 e 2016. Os testes estatísticos utilizados foram o de médias paramétrico para amostras independentes, a estatística D-Cohen e a análise de correlação. Os dados utilizados da pesquisa foram obtidos no site do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Associação Nacional de Fomento Comercial (ANFAC). Os resultados evidenciam uma diferença de 1,35% a maior no fator ANFAC em relação às taxas médias cobradas pelos bancos. A estatística D-Cohen comprova que tal diferença é significativa e relevante. Com base na correlação foi possível inferir que uma possível causa para tal diferença reside nos métodos adotados entre os modelos de análise do risco de crédito utilizados em tais entidades e o ambiente menos burocrático e mais flexível em que as *factorings* atuam. As contribuições obtidas com esta pesquisa permitem direcionar os usuários que buscam a antecipação de recebíveis como modalidade de crédito e diminuem um pouco a carência de estudos relacionados com as agências de fomento no Brasil, principalmente dentro de uma perspectiva empírica.

Palavras-chave: Bancos. *Factoring*. Fator ANFAC. D-Cohen.

Submissão em 25/09/2017. Revisão em 19/01/2018. Aceito em 10/05/2018.

ABSTRACT

This article aims to analyze the difference between the average rates used by commercial banks and factoring companies in the negotiation of corporate receivables in the Brazilian scenario. The variables analyzed were the average effective rates applied by financial institutions and factoring companies in the purchase of trade acceptance bills and checks between the years of 2012 and 2016. The statistical tests used were the parametric means test for independent samples, the D-Cohen statistic and the correlation analysis. The data used in the research were obtained on the website of the Central Bank of Brazil (BACEN) and the National Factoring Association (ANFAC). The results show a difference of 1.35% greater in the ANFAC factor in relation to the average rates charged by the banks. The D-Cohen statistic has shown that such a difference is significant and relevant. Based on the correlation, it was possible to infer that a possible cause for such a difference lies in the methods adopted between the credit risk analysis models used in such entities and environment more flexible and the less bureaucratic in which factoring companies operates. The contributions obtained with this research allow us to direct the users that seek the anticipation of receivables as a credit modality and break the lack of studies related to the factoring agencies in Brazil, mainly from an empirical perspective.

Keywords: Banks. Factoring. ANFAC Factor. D-Cohen.

1 INTRODUÇÃO

Empresas com os recursos próprios, muitas vezes, não conseguem manter-se de forma competitiva no mercado ou até mesmo fazer a liquidação em dia de seus débitos perante funcionários, fornecedores e o governo. De acordo com os dados divulgados de uma pesquisa realizada pelo Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) de São Paulo (2010), mais da metade das companhias analisadas que iniciaram suas atividades antes de 2010 fecharam suas portas em um período de até cinco anos. Uma das principais dificuldades apontadas pelos entrevistados no estudo foi a carência de recursos financeiros para gerenciar suas obrigações de curto prazo. Outra pesquisa realizada pelo SEBRAE de São Paulo em 2014 destacou que, já no primeiro ano de atividades de uma empresa, a falta de capital (caixa) é tida como a segunda dificuldade mais significativa para continuar o negócio, perdendo apenas para a dificuldade de formação de clientes.

Como pode ser observado pelos resultados obtidos com as pesquisas do SEBRAE, a gestão adequada do caixa é crucial para sobrevivência e sustentabilidade econômica tanto das grandes quanto das pequenas organizações. A tarefa de gerir o caixa de uma empresa, por outro lado, não é simples e envolve uma série de questões complexas que podem ser gerenciadas ou não pelos responsáveis pelo negócio. (ex: prazo de pagamentos de fornecedores e recebimento de clientes; pagamentos de funcionários e seus benefícios; roubos, fraudes e etc.). Gitman e Zutter (2012) apontam que a gestão do capital circulante de uma companhia é uma das tarefas mais desafiadoras e que consomem mais tempo dos gestores financeiros.

Embora seja uma tarefa desafiadora, a gestão do caixa de uma empresa pode ser auxiliada por bancos ou empresas financeiras que, se necessário, podem fornecer recursos para a entidade saldar suas obrigações de curto prazo. Entre os recursos mais comuns para esse tipo de necessidade estão os empréstimos de capital de giro e a negociação de recebíveis. Em uma pesquisa realizada por Araújo e Machado (2007), com empresas da Paraíba os estudiosos encontraram que quase metade das pequenas empresas analisadas utiliza o desconto de cheques como forma de financiar seu caixa e mais da metade recorrem a bancos para empréstimos de capital de giro.

Os empréstimos de capital de giro apresentam como vantagem uma alta agilidade na obtenção do crédito e, na maioria dos casos, a não obrigatoriedade de fornecer uma garantia real na operação, tendo em vista que os bancos e as financeiras calculam um limite prévio, com base no *score* de crédito da entidade. A grande desvantagem dessas operações de capital

de giro é o custo financeiro do empréstimo, que está entre as taxas mais altas cobradas no mercado.

Uma segunda operação, também comum para ajudar a gestão de curto prazo do caixa, é a antecipação de recebíveis. Segundo a norma internacional de contabilidade para ativos financeiros, *International Financial Reporting Standard* (IFRS) nove, existem duas modalidades principais de antecipação de recebíveis: (1) uma que transfere substancialmente o risco do instrumento financeiro para quem adquire o título e (2) uma em que a companhia detentora fica com os riscos de não pagamento do título, utilizando o instrumento financeiro como uma mera garantia para sua captação de recursos junto ao banco (IASB, 2014).

A primeira forma de antecipação de recebíveis é conhecida pelo mercado como venda de recebíveis (securitização). Nela ocorre a efetiva venda do título e a sua respectiva baixa contábil pelo vendedor. A segunda forma de antecipação, por sua vez, é conhecida como desconto de cheques ou duplicatas (ou das vendas parceladas pelo cartão de crédito) e é a modalidade mais comum, principalmente no âmbito das companhias de pequeno porte. Nessa situação ocorre apenas a transferência de fundos do banco (ou operadora financeira) para a empresa que cede em garantia as duplicatas ou os cheques que tem a receber. O tratamento contábil do segundo tipo de operação é o mesmo da contabilização de um empréstimo. As taxas que o banco ou financeira cobram fazem parte do custo efetivo da operação e devem possuir tratamento contábil como tal, ou seja, devem ser incluídos no custo efetivo do financiamento. A grande vantagem dessa modalidade em relação ao empréstimo de giro são as taxas cobradas, substancialmente menores do que as de empréstimos sem garantia.

Para captar recursos com a antecipação de duplicatas ou cheques uma organização pode recorrer a um banco comercial ou a uma empresa de fomento (*factorings*). O banco faz a intermediação de recursos financeiros, capta e empresta dinheiro da poupança popular. O capital é absorvido juntamente a agentes superavitários e entregue para agentes deficitários. Já a *factoring* opera com recursos próprios, presta serviços de cobrança e compra os créditos (direitos) diretos de seus clientes. No desconto bancário, o custo da operação de antecipação para o cliente é medido pela taxa efetiva que representa o seu risco de crédito, o *spread* do banco (diferença entre o custo da captação e o da aplicação do valor obtido no mercado), os tributos e a tarifa que o banco cobra pela operação. Nas *factorings* o custo da antecipação é medido pelo fator de compra. Esse fator representa a taxa efetiva cobrada pelas empresas de fomento juntamente com a sua margem e seus custos diretos e indiretos totais (Anfac, 2017; Capelletto & Corrar, 2008; Gonçalves, Gouvêa, & Mantovani, 2013; Leite, 2011; Wolf, 2008).

Apesar de formalmente os bancos e as *factorings* possuírem concepções de atividades e maneiras de financiamento distintas, nas operações de antecipação de recebíveis, essencialmente, eles fazem a mesma coisa, emprestam recursos com base na garantia do título a ser recebido. As taxas cobradas pelo banco e o fator das *factorings*, não obstante refletirem situação e os custos particulares das operações de crédito, também representam a mesma para quem precisa de recursos, o custo efetivo da operação. Mesmo assim, diversos autores, como Cochrane (2005), Dodl (2006), Falcão (2001), Goulart e Paulo (2011), Leite (2011) e Wolf (2008), destacam a relevância do papel das *factorings* para o financiamento da economia, principalmente, as mais informais, tendo em vista que o processo de obtenção de crédito em tais entidades não é tão exigente como nos bancos (essa menor exigência pode ser comprovada na pesquisa de Anjos, Miranda, Silva e Freitas, (2012), de acordo com a qual apenas 3% dos entrevistados apontam as *factorings* demandantes de informações contábeis mais complexas enquanto os bancos representam 53% dos casos).

É natural que em um ambiente menos criterioso existam maiores riscos nas operações e isso deve se refletir nas taxas cobradas e nos custos de captação para o mercado. Mas até que ponto esse custo gera uma diferença significativa nas taxas praticadas pelas *factorings* quando comparadas com as dos bancos comerciais? Stabile (2012), em seu ensaio teórico, aponta que os custos das operações de crédito com as *factorings* são maiores do que os das operações com os bancos, mas não investiga o tamanho nem a relevância dessa diferença.

Dentro desse contexto, este trabalho pretende analisar a diferença entre as taxas médias utilizadas por bancos comerciais e empresas de fomento (*factoring*) na negociação de recebíveis das empresas no cenário brasileiro. Mais pontualmente, esta pesquisa analisou as diferenças nas taxas efetivas cobradas pelas agências de fomento e pelos bancos comerciais

em um horizonte de 5 anos (2012 – 2016). Adicionalmente, foram realizadas análises auxiliares para medir o tamanho do efeito econômico das diferenças entre as taxas cobradas e os possíveis *drivers* macroeconômicos dessas relações.

Trabalhos como os feitos por Batista e Junior (2012) e Silveira (2010) criaram uma espécie de relevância “mística” ao redor do papel das *factorings* no desenvolvimento econômico regional, principalmente no âmbito das pequenas empresas. O intuito desta pesquisa é contribuir com dados empíricos e mostrar que, embora as *factorings* tenham um papel relevante na distribuição de recursos no mercado de antecipação de recebíveis, as taxas cobradas refletem risco maior de suas operações e são significativamente maiores do que as taxas cobradas pelos bancos comerciais. Em termos práticos, esta pesquisa pode servir de base, também, para agentes econômicos decidirem o veículo utilizado para anteciparem seus recebíveis, dadas as suas condições de crédito.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Empresas de *Factoring* e bancos comerciais como agentes financiadores do capital de giro

Não obstante Gitman e Zutter (2012) apontarem o alto grau de dificuldade que existe em calibrar uma política financeira adequada para uma gestão de sucesso do capital de giro, existem algumas ferramentas que podem ajudar o gestor financeiro nessa empreitada. Entre essas ferramentas está o desconto de duplicatas ou de cheques. Uma empresa que decide antecipar seus recebíveis pode recorrer aos bancos comerciais ou às agências de fomento (*factorings*).

Para Leite (2011), o *factoring* caracteriza-se como uma atividade comercial mista atípica, que envolve prestação contínua de serviços, juntamente com a compra de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis ou de prestação de serviços realizadas a prazo. A Lei nº 9.430/96, em seu art. 58, inciso XV, indica as *factorings* como empresas:

XV - que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (*factoring*).

Markusons (1997, como citado em Wloch, 2006, p.13) descreve a utilização dos serviços prestados pelas fomentadoras como um importante instrumento para empresas que possuem restrições e não conseguem operar com Bancos, na medida em que o nível de exigência e burocracia são diferentes. A flexibilidade para abertura de cadastro e para a concessão do crédito é maior do que em outras instituições, pois o contato da fomentadora é mais próximo com a empresa cliente. Outra vantagem é que o foco das *factorings* é a compra dos recebíveis. Por isso, não exigem dos clientes reciprocidade; como a venda de seguros, capitalizações e consórcios (Diário do comércio, 2016; Gonçalves, 2012).

Dessa forma, as *factorings* auxiliam como suporte para suas empresas clientes e contribui em para o crescimento, a continuidade e o desenvolvimento dessas empresas no mercado. Portanto, as *factorings* podem atuar para fomentar e auxiliar as pequenas e médias empresas com os problemas de fluxo de caixa do dia a dia. Isso possibilitaria um crescimento mais rápido do negócio e uma maior rotatividade do seu capital de giro. A atividade também dispõe de uma rapidez que outros sistemas não oferecem (Katayama, 2003; Santos, 2014; Silveira, 2010; Sinfac-SP, 2016; Wolf, 2008).

A atividade de um banco comercial, por outro lado, é de intermediação financeira. Os bancos captam recursos da poupança popular e investem em atividades que demandam recursos. Taylor (2013) aponta que o capital dos bancos é formado por depósitos de seus correntistas e que o seu resultado deriva da diferença entre a taxa paga para captar esses depósitos da taxa cobrada dos que necessitam desse capital. Na visão de Taylor (2013), os

melhores bancos serão aqueles que captam mais barato e emprestam mais caro dentro de um determinado nível de risco de crédito.

Em uma operação de desconto de duplicatas ou cheques, contudo, o papel das *factorings* e dos bancos comerciais possuem uma grande similaridade. Em ambos os casos, o agente financeiro cede recursos aos clientes. Toma como garantia os recebíveis vinculados. A principal diferença entre as duas operações, nesse caso, seria a forma como elas são financiadas. Nos bancos o capital é regulado e financiado pelos depositários. Nas agências de fomento, por sua vez, o capital empregado é, muitas vezes, próprio e isso dá maior flexibilidade ao investimento. Como consequência, as *factorings* podem ceder recursos a clientes que os bancos não cederiam em função, por exemplo, de o mesmo possuir restrições cadastrais. Esse aspecto foi apontado na pesquisa de Eckert, Rizzon, Mecca e Biasio(2015).

Além disso, os bancos comerciais precisam da autorização do Banco Central para funcionar, diferentemente das fomentadoras que não necessitam de tal autorização (Gonçalves, 2012). Falcão (2001, p.4) cita *factoring* como “uma sociedade mercantil, limitada ou anônima, cuja existência legal nasce com o arquivamento de seus atos constitutivos na Junta Comercial”.

2.2 Crédito e risco

A palavra crédito tem como origem o latim *creditum* e significa confiança ou segurança de alguma coisa (Securato, 2002). De acordo com Schrickel (1997, p.25), “crédito é todo ato de vontade de alguém em destacar ou ceder, temporariamente, parte de seu patrimônio a um terceiro, com a expectativa de que esta parcela volte a sua posse integralmente, após decorrer o tempo estipulado”.

O crédito pode ser deliberado como um importante instrumento no desenvolvimento de uma economia, pois visa a financiar e fomentar os agentes deficitários, tais como o Estado, empresas e famílias (Palmuti & Picchiali, 2012).

No contexto deste trabalho, crédito consiste no ato de dispor a uma empresa um determinado valor como pagamento pela negociação de um título com vencimento futuro, e com a expectativa de pagamento do título por outra empresa, que comprou um determinado produto ou teve a prestação de um serviço, após o período acordado. Desse modo, representa a expectativa da instituição, que colocou o valor no mercado, de recebê-lo em uma data futura (Brito & Assaf, 2008a; Brito & Assaf, 2008b; Silva, 2014).

No entanto, o fato de existir uma expectativa de retorno futuro acarreta na existência de um risco de ela não ser realizada. O crédito envolvido na operação está associado ao risco do tomador não efetuar a liquidação nas condições pactuadas. Esse risco é conhecido como risco de crédito e, conforme definição de Jorion (2011), é o risco de uma perda econômica derivada da falha de uma contraparte cumprir suas obrigações contratuais, ou seja, deixar de pagar o combinado.

No caso dos bancos e das *factorings* esse é o principal risco subjacente às suas operações de antecipação de recebíveis. Jorion (2011) compõe o risco de crédito com base em três elementos: risco de não pagamento (*default*), risco de recuperação e risco de mercado. Para o autor, o risco de *default* e o risco de recuperação podem ser gerenciados mas o risco de mercado afeta todo o sistema. Embora o risco de crédito, inerente à atividade de antecipação dos bancos e das *factorings*, não seja passível de eliminação em sua totalidade, ele pode ser minimizado por meio de uma eficiente gestão. (Brito, Assaf & Corrar, 2009; Capelletto & Corrar, 2008; Dantas, Rodrigues, Rodrigues, & Capelletto, 2010; Palmuti & Picchiali, 2012; Schrickel, 1997; Silva, 2014; Souza, 2015).

Jorion (2011) aponta três *drivers* principais para determinação do risco de crédito: (1) a probabilidade de não pagamento (*default*), (2) a exposição de crédito e (3) a perda real decorrente do *default* (é a perda menos o que foi recuperado). Quando se trata de negociação de recebíveis surge ainda mais um elemento, que é a probabilidade de *default* do tomador original da obrigação. No caso dos bancos esse risco é gerenciado diretamente com seu cliente. O banco avalia o crédito de quem vai fazer a operação de antecipação dos recebíveis. No caso do não pagamento da contraparte originária do título, o banco cobra o valor do com cliente que fez a antecipação.

Portanto, o banco não entra no mérito da qualidade do recebível que ele pega em garantia, uma vez que possui o direito de regresso na operação. No caso das *factorings* esse direito de regresso ainda não está legalmente bem estabelecido, o que pode aumentar o foco da sua análise de risco, saindo apenas do cliente (como nos bancos) e incluindo, também, o devedor originário do título. Em suma, cada instituição, seja financeira ou não, pode analisar o risco envolvido nas operações de desconto a seu modo (Katayama, 2003; Silva, 2014). As instituições credoras precisam de políticas sólidas para mensurar e controlar tais riscos, com o intuito de não incorrer em insolvência e obter sucesso financeiro por meio do lucro (Capelletto & Corrar, 2008).

Além do risco intrínseco do cliente e do título que estão envolvidos na negociação, existe o risco macroeconômico ou de mercado. Hull (2015) aponta que o risco de mercado está vinculado ao movimento futuro de variáveis de mercado. No caso da negociação de recebíveis, as variáveis de mercado que podem afetar o risco de crédito são: a taxa básica de juros representada pela Selic e o nível de inadimplência geral da economia. A sensibilidade ao risco de mercado é o único que consegue ser testado, pois não depende do modelo de crédito individual de cada banco ou financeira. A correlação da taxa do desconto de recebíveis praticadas pelas *factorings* e pelos bancos com as variáveis de mercado pode ser um sinalizador da complexidade dos modelos de análise de crédito presentes em tais entidades. Quanto mais correlacionados com o risco de mercado menor será o peso que o risco da análise individual do cliente vai possuir na composição do risco de crédito total.

No caso dos bancos é esperada uma correlação menor, pois seus modelos conseguem avaliar as particularidades de cada cliente ou portfólio de clientes com maior exatidão, o que torna seu modelo menos susceptível às flutuações gerais da economia. No caso das *factorings* é o contrário. É esperada uma correlação maior com as variáveis econômicas pelo fato de não investirem em modelos tão sofisticados como os bancos.

No modelo de risco bancário são utilizados programas estatísticos para classificar as empresas clientes conforme sua probabilidade de *default*. Dependendo do resultado do teste a empresa se encaixa em um grupo de risco. A concessão do crédito também está atrelada aos modelos estatísticos utilizados e ao grupo em que a empresa se encaixa. O modelo é mais geral e possui maior exatidão (Gonçalves *et. al.*, 2013; Palmuti & Picchiali, 2012).

Além disso, os bancos, muitas vezes, operam com empresas maiores, que possuem uma análise de crédito feita por agências de *rating*, o que pode auxiliar na precisão de modelos de risco. Já nas *factorings* a análise é feita de modo individual a cada empresa cliente e a cada empresa devedora do título comprado, pois se entende que cada uma dessas empresas possui suas peculiaridades, seu modo de administrar e suas perspectivas de negócio. A classificação do risco é realizada de maneira mais flexível pelo gerente da empresa de *factoring*. A decisão de concessão do crédito é mais dinâmica e direcionada a cada situação (Diário do comércio, 2016; Lima, Ensslin, & Montibeller, 2008; Wolf, 2008). Eckert *et al.* (2015) apontam, inclusive, que as agências de fomento são muito procuradas por empresas com restrições cadastrais devido à sua maior flexibilidade na concessão de crédito.

A visão dos riscos envolvidos nas operações pode afetar diretamente a taxa aplicada, uma vez que ela precisa absorver o risco de perda. Na taxa utilizada pelos bancos estão inclusos o custo do capital adquirido de terceiros, o *spread* bancário, o risco envolvido e os tributos. Na *factoring* a composição do fator de compra inclui o custo oportunidade do capital próprio, os custos fixos e variáveis, os impostos operacionais, as despesas de cobrança e a expectativa de risco e de lucro (Anfac, 2017; Gonçalves *et. al.*, 2013).

2.3 Pesquisas relacionadas

Em âmbito nacional, os trabalhos encontrados referentes às *factorings* são mais teóricos e dificilmente apresentam dados empíricos. Em sua grande maioria, eles citam o que é a atividade e como ela pode auxiliar as empresas que precisam de capital de giro (Gonçalves, 2012; Silveira, 2010; Stabile, 2012). As que apresentam algum dado empírico utilizam questionário ou estudo de caso para embasar as suas análises e procuram investigar aspectos relacionados aos modelos de gestão das empresas de *factoring* ou os motivos que remetem as

demais empresas a utilizarem seus serviços (Wolf, 2008; Decker& Gomes, 2014; Rotta& Lima, 2006; Eckert *et al.*, 2015).

Entre os trabalhos teóricos de destaque, Gonçalves (2012) e Silveira (2010) descrevem a origem da atividade e o histórico no Brasil. Wolf (2008), por sua vez, apresenta a atividade e os procedimentos de análise para concessão de crédito utilizados por uma *factoring*.

Silveira (2010) e Wolf (2008) citam, ainda, a falta de interação entre a contabilidade e as agências de fomento. Segundo Silveira (2010), o contador precisa conhecer melhor essa modalidade, levando em consideração o número de empresas que utilizam os serviços. Isso evitaria problemas nos momentos de contabilização e agregaria conhecimento. A autora também evidencia que um pequeno número de *factorings* são administradas por profissionais da área contábil. Wolf (2008), em sua pesquisa, buscou apresentar por meio de entrevista e coleta de dados, as práticas adotadas por uma *factoring* para a concessão de crédito às suas empresas clientes. O autor sugeriu que a empresa estudada utilizasse mais os índices e os dados contábeis de seus clientes para as análises realizadas.

No que tange aos trabalhos relacionados ao risco de crédito, pode-se destacar os que foram desenvolvidos por Brito e Assaf Neto (2008a), Brito e Assaf Neto (2008b) e Brito, Assaf Neto e Corrar (2009). Os autores buscaram evidenciar modelos de classificação de riscos, com empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os dados utilizados foram índices econômicos financeiros, retirados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou do software Economática®, a fim de classificar as empresas utilizadas nas amostras em solventes e insolventes, e após analisar os sistemas de classificação de riscos, avaliar os riscos dos créditos concedidos a empresas ou propor procedimentos para mensurar tais riscos. A técnica estatística utilizada nos três estudos foi a regressão logística, em que a variável dependente é categórica e assume um entre dois possíveis resultados (binária), como: “fracasso ou sucesso”, “solvente ou insolvente”.

A pesquisa realizada por Brito e Assaf Neto (2008a) teve como objetivo desenvolver um modelo de classificação de risco para mensurar o risco do crédito de empresas no cenário brasileiro. Os resultados indicam que o modelo de classificação de tais riscos, desenvolvido pelos autores, prevê eventos de default com um ano de antecedência e com bom nível de precisão. O trabalho também indica que as demonstrações contábeis possuem informações que possibilitam a classificação das empresas como prováveis solventes ou prováveis insolventes.

O outro estudo desenvolvido pelos mesmos autores, Brito e Assaf Neto (2008b), propôs um conjunto de métodos para avaliar o risco de créditos concedidos por bancos a empresas. Foi utilizada uma abordagem conceitual simples. O modelo proposto utilizou uma metodologia baseada na simulação das variáveis explicativas de um modelo de *creditscoring* - método utilizado por instituições financeiras para verificar o risco de inadimplência da empresa solicitante do crédito. Os resultados obtidos com a pesquisa evidenciam que o modelo proposto pelos autores representa uma opção que permite ser o risco de carteiras de crédito mensurado.

Por fim, a pesquisa de Brito, Assaf Neto e Corrar (2009) examinou se eventos de *default* de companhias abertas no país poderiam ser previstos por um sistema de classificação de risco de crédito baseado em índices contábeis. O sistema proposto utilizou a análise de conglomerados para classificar as empresas em classes de risco. A variável utilizada para conferir a classificação de risco às empresas foi a probabilidade de *default*, prevista no modelo de risco de crédito elaborado por Brito e Assaf Neto (2008a). O sistema atribuiu ratings anuais para as empresas. Em seguida, foram geradas matrizes de migração de risco. Os resultados demonstram que o sistema de classificação de risco desenvolvido evidencia o risco das empresas insolventes previamente ao ano de ocorrência do *default*. A maioria dessas empresas foram classificadas nas piores classes de risco ou demonstraram migrações para classes inferiores nos anos posteriores ao *default*.

Em termos teóricos, este trabalho pode contribuir com evidências empíricas sobre a diferença no comportamento das taxas cobradas pelos bancos e pelas *factorings* nas operações de desconto de recebíveis. Como foi mencionado anteriormente, alguns trabalhos, como os de Stabile (2012) e Eckert *et al.* (2015), apontam vantagens e desvantagens de se operar com agências de *factoring*, mas sem uma contribuição empírica relevante. Esta pesquisa busca mostrar com dados que o custo de captação das operações de desconto de recebíveis

nas agências de fomento é muito maior do que nos bancos e que esse custo pode estar atrelado ao modelo de análise do risco de crédito mais rudimentar e flexível utilizado.

3 DESENHO DA PESQUISA

3.1 Coleta e organização de dados

Para satisfazer o objetivo proposto neste trabalho, optou-se por uma abordagem quantitativa, de caráter descritivo, com a utilização das taxas médias cobradas por bancos e *factorings* na negociação de recebíveis entre os anos 2012 e 2016. Os dados das agências de fomento foram retirados do site da Associação Nacional de Fomento Mercantil (ANFAC), enquanto as variáveis bancárias foram obtidas no site do Banco Central do Brasil (BACEN).

A série histórica do fator de compra das *factorings* foi encontrada na revista Fomento Comercial, edição número 102 - referente aos meses de Outubro, Novembro e Dezembro de 2016 - presente no site da Anfac. Não foi necessário qualquer ajuste no fator, pois ele representa os custos gerais e a margem de lucro da captação de tais empresas.

As variáveis bancárias, encontradas no site do Bacen, foram obtidas em “taxa de juros”. Foi selecionado “taxa de juros de operação de crédito”, em seguida selecionado “histórico posterior a 01/01/2012”. O campo seguinte foi alterado para pessoa jurídica e a modalidade para desconto de duplicata e posteriormente desconto de cheque. Isso foi feito, uma vez que o fator médio das *factorings* já havia sido obtido com a junção da compra de duplicatas e cheques e também de maneira mensal, ao mesmo tempo em que na taxa bancária precisou-se fazer a soma da taxa aplicada a duplicatas e cheques e calcular a taxa mensal, uma vez que a mesma foi encontrada em períodos semanais.

As taxas no *site* do Banco Central eram dispostas em intervalos de dias. Um período de dias se diferenciava do outro pela exclusão do último dia útil e a soma do dia útil subsequente. Como alguns dias se repetiam nos períodos, foram separados os intervalos de tempo, de modo que pudessem ser distintos, mas sem omitir qualquer dia. Na sequência foi calculada a soma das taxas dos bancos correspondente a cada período selecionado e dividida pelo número de bancos no intervalo de tempo do período, uma vez que a quantidade de bancos disposta no *site* mudava nos intervalos de dias. Algumas instituições não operaram nas modalidades nos períodos referidos ou não prestaram informações ao Banco Central.

Posteriormente, foram agrupados de forma aproximada para representarem as semanas de cada mês. Após, foram somadas as taxas dos grupos em períodos, que representavam as semanas, e divididos pela quantidade de semanas de cada mês. O procedimento foi aplicado primeiramente para o desconto de duplicata e posteriormente para o desconto de cheque. Por fim, somando as taxas de duplicatas e cheques, visto que os períodos eram idênticos, e dividindo-as por dois, obteve-se a taxa mensal média dos bancos.

Essa taxa média representa a média das taxas cobradas por todos os bancos nos períodos de interstícios analisados. Como dentro dessa média existem bancos com características muito distintas e isto poderia influenciá-la, foi feita uma análise de sensibilidade apenas com as taxas cobradas pelos seis maiores bancos do país (para realizar a análise de sensibilidade): Sendo estes: Banco Bradesco, Banco do Brasil, Banco Santander, Caixa Econômica Federal, HSBC Bank Brasil (esse com dados dispostos até outubro de 2016, depois foi incorporado ao Banco Bradesco) e Itaú Unibanco. O processo de organização dos dados foi o mesmo aplicado à taxa de todos os bancos.

Para cumprir a meta de pesquisa foram obtidos também dados secundários, com o intuito de analisar o reflexo das diferentes taxas aplicadas na negociação dos recebíveis e nos modelos de risco aplicados. Os dados secundários foram a taxa SELIC e o indicador de inadimplência, ambos obtidos no site do Banco Central. Nenhum ajuste foi necessário a estas taxas.

A taxa SELIC foi apanhada em “taxa de juros”, “taxa Selic diária”; foi selecionada a opção “fatores acumulados” e depois a opção mensal. O indicador de inadimplência foi encontrado na aba “economia e finanças”, na guia “séries temporais”, foi selecionada a opção “Acesso ao SGS (Sistema Gerenciador de Séries Temporais)”, em seguida acessado “Atrasos

e inadimplência”, depois “Inadimplência”, e posteriormente “Inadimplência de carteira – pessoas Jurídicas – Total”. Foi consultada a série, depois selecionado o período desejado e por fim consultados os valores.

Cabe destacar que as taxas utilizadas tanto das *factorings* quanto dos bancos são as taxas efetivas médias gerais, ou seja, não é considerado o risco de crédito de cada cliente. Essa é uma limitação do trabalho, pois as taxas cobradas entre os melhores e os piores clientes pode não variar de modo homogêneo.

3.2 Testes estatísticos

Para a análise dos dados foram utilizados três testes estatísticos principais: o teste de médias paramétrico de amostras independentes para verificar se as diferenças entre as taxas cobradas são estatisticamente significativas, a estatística D-Cohen para calcular o tamanho do efeito das diferenças entre as taxas e a correlação de Pearson para verificar a relação das taxas com outras medidas econômicas, no intuito de levantar possíveis justificativas para os resultados encontrados.

O primeiro teste realizado no trabalho foi o de médias de amostras independentes. O primeiro passo desse teste foi verificar a normalidade dos dados para se definir o tipo de teste aplicado: paramétrico ou não paramétrico. Os resultados (não apresentados) dos testes de normalidade comprovaram que os dados apresentam distribuição normal, portanto, optou-se pela utilização do teste de médias paramétrico (que seguem os parâmetros da distribuição normal). O segundo passo do teste de médias foi analisar a homogeneidade da variância entre as amostras de taxas. Nesse caso, a hipótese de homogeneidade foi rejeitada e foi necessário utilizar uma correção no teste que o deixa mais conservador, pois aumenta o erro padrão e o tamanho do intervalo de não rejeição da hipótese nula (de não significância estatística).

Para verificar o tamanho do efeito nas variáveis foi aplicada a estatística D de Cohen (1998). De acordo com o autor, essa estatística retrata o grau em que o fenômeno está presente na população ou o grau em que a hipótese nula é falsa. Cohen (1998) ressalta que quanto maior for o tamanho de efeito, maior é o grau em que o fenômeno estudado se manifesta, e se a hipótese nula não for rejeitada ou a estatística D contiver o zero dentro do seu intervalo de confiança é igual a dizer que o efeito é nulo. A fórmula do cálculo da estatística D utiliza a média das populações e o desvio padrão conjunto entre elas. Essa relação pode ser expressa pelo seguinte modo para um efeito não direcional (bicaudal):

$$D = \frac{|m_A - m_B|}{\sigma} \quad \text{Equação (1)}$$

Em que:

m_A = Média da população A.

m_B = Média da população B.

σ = Desvio padrão conjunto das populações.

Por fim, foi feita uma análise de correlação das taxas dos bancos e do fator ANFAC com indicadores econômicos da taxa básica econômica e de inadimplência. Essa análise foi feita com o intuito de justificar as diferenças encontradas entre as taxas com base na relação delas com os indicadores econômicos.

A aplicação dos testes foi realizada com auxílio do software STATA13®. A descrição das variáveis utilizadas no trabalho está disposta na Figura 1.

Variável	Descrição	Fonte
Fator Anfac	Indicador que sinaliza o preço de referência de compra de créditos para o mercado do fomento comercial (mero parâmetro). A composição do fator leva em conta os itens: custo - oportunidade do capital próprio, custos fixos, custos variáveis, impostos operacionais, despesas de cobrança e expectativa de risco / lucro. Na composição do cálculo do fator, a ANFAC utiliza como indicativo do custo - oportunidade a taxa do Certificado de Depósito Bancário - CDB (título emitido por instituição financeira de 1ª linha, com taxa de juro prefixada por períodos de 30 dias).	ANFAC
Taxa Bancária	Correspondem a médias aritméticas ponderadas pelos valores das operações contratadas nos cinco dias úteis referidos em cada período apresentado. Essas taxas representam o custo efetivo médio das operações de crédito para os clientes, composto pelas taxas de juros efetivamente praticadas pelas instituições financeiras em suas operações de crédito, acrescidas dos encargos fiscais e operacionais incidentes sobre as operações.	BACEN
Taxa Selic	Taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais. Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação (art. 1º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999, com a alteração introduzida pelo art. 1º da Circular nº 3.119, de 18 de abril de 2002).	BACEN
Indicador de Inadimplência	Percentual da carteira de crédito do Sistema Financeiro Nacional com pelo menos uma parcela com atraso superior a 90 dias. Inclui operações contratadas no segmento de crédito livre e no segmento de crédito direcionado.	BACEN

Figura 1. Descrição das variáveis utilizadas na pesquisa

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Foram utilizados os dados mensais de cinco anos, de janeiro de 2012 a dezembro de 2016, totalizando sessenta observações para cada variável analisada. A média das taxas indica um valor superior do fator ANFAC em comparação com a taxa bancária, o que já era esperado em decorrência de um maior risco nas atividades de *factoring*. Os valores máximos e mínimos das duas principais variáveis também se diferem, mas dentro de um intervalo próximo de 1 ponto percentual. Já o desvio padrão do fator ANFAC foi bem maior do que o da taxa dos bancos. Esse maior desvio denota uma maior dispersão da taxa das *factorings* dentro do período analisado. Pode ser um indício da maleabilidade existente no processo de concessão de crédito das agências de fomento, pois a taxa sobe e desce dentro de um intervalo maior, ou seja, é uma taxa mais flexível do que a taxa dos bancos que se alteram dentro de um intervalo menor ao longo do tempo.

Tabela 1

Estatística das variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Nº de Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ANFAC	60	4,04	0,40	3,56	4,69
BACEN	60	2,68	0,28	2,34	3,45
SELIC	60	0,87	0,20	0,49	1,22
INADIMPLÊNCIA	60	2,35	0,46	1,80	3,61

A próxima análise feita foi verificar a tendência do comportamento das duas taxas dentro do período analisado. Isso está exposto na Figura 2. Percebe-se, com base no gráfico, que o fator ANFAC é constantemente maior do que a taxa dos bancos. A variação das taxas, por outro lado, mostrou que para os bancos houve um movimento mais radical de aumento na taxa no começo de 2016. Esse aspecto pode estar relacionado com algum movimento de deterioração econômica ocorrido no período, como, por exemplo, um aumento na taxa de inadimplência que não teve um reflexo tão radical nas *factorings* porque elas já operam em um ambiente de inadimplência maior. O trabalho realizado por Dodl (2006) também apresenta um gráfico com algumas modalidades de crédito, incluindo as variáveis fator ANFAC e taxa BACEN, em comparação com a taxa SELIC.

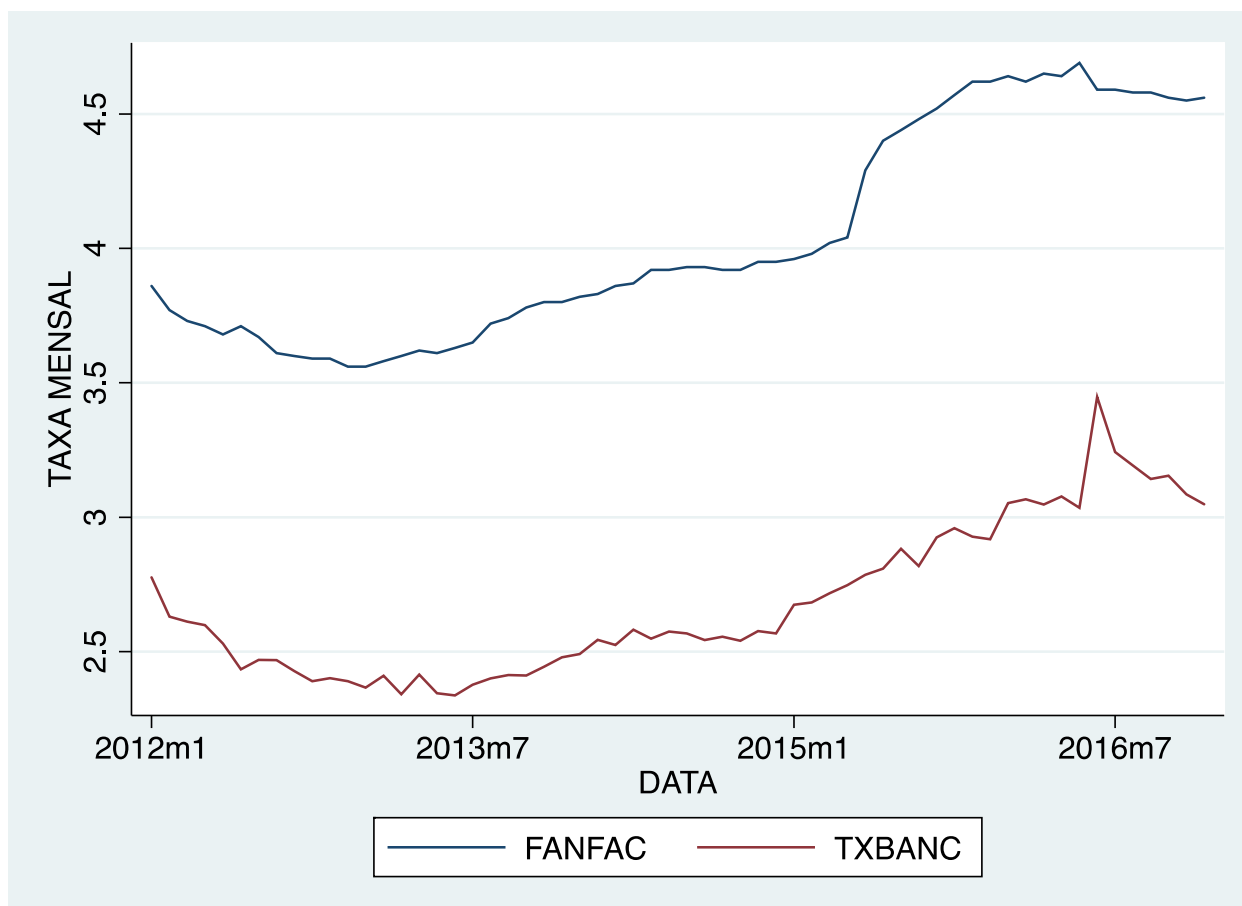


Figura 2. Evolução das taxas médias mensais ao longo do tempo

Os dados utilizados no referido trabalho são referentes a janeiro de 2001 até novembro de 2004. Segundo Dodl (2006), a obtenção do desconto de duplicata nos bancos possui um custo inferior à empresa cliente. Contudo, a utilização dos serviços de *factorings* pode ser explicada pela fragilidade nos controles gerenciais nas empresas contratantes do crédito, o que aumenta o risco de crédito e dificulta o processo de captação de recursos com os bancos. Além disso, as atividades prestadas pelas agências de fomento englobam uma série de análises de mercado. Contribuem para a administração das sociedades requerentes do crédito.

4.2 Resultados dos testes estatísticos

A próxima etapa da pesquisa foi a análise dos testes estatísticos. O primeiro teste feito foi o de médias. Os seus resultados estão expostos na Tabela 2.

Tabela 2

Resultados do teste de médias entre as taxas analisadas

Variáveis	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	[Intervalo de Confiança de 95%]	
ANFAC	60	4,036333	0,051043	0,395380	3,934196	4,138471
BACEN	60	2,681918	0,036315	0,281295	2,609252	2,754584
Combinado	120	3,359126	0,069474	0,761052	3,221560	3,496692
Dif	60	1,354415*	0,062644		1,230226	1,478605

Nota. * denota significância estatística a um nível de P-value < 1% bi-caudal. O teste estatístico utilizado foi o teste t para amostras independentes com controle de homogeneidade de variância.

Percebe-se, com respaldo nos resultados, que a média do fator ANFAC é significativamente maior do que a taxa média cobrada pelos bancos. Ressalta-se que ambas as taxas são efetivas e já incluem todos os custos da operação de desconto, como, por exemplo, as tarifas cobradas pelas instituições. A diferença obtida entre as taxas médias foi de 1,35% e seu intervalo de variação é relativamente pequeno, conforme o erro padrão obtido. Infere-se, com base nos dados obtidos, que as taxas cobradas pelas *factorings* refletem o seu ambiente de risco e que elas transferem esse custo diretamente ao tomador de crédito, pois as taxas cobradas são significativamente maiores.

O segundo teste realizado foi o D de Cohen, a fim de avaliar a magnitude da diferença entre as variáveis. Conforme Cohen (1988), o tamanho do efeito é classificado em pequeno, médio e grande. Uma estatística com $D < 0,20$ possui um efeito pequeno; entre $0,21 < D < 0,79$ um efeito médio e $D > 0,80$ um efeito grande. Esta pesquisa apresenta um efeito de 3,95. Portanto, possui um padrão grande de distribuição em relação ao teste D de Cohen, conforme observado na Tabela 3.

Tabela 3

Resultados do teste do tamanho do efeito

Tamanho do Efeito	Estimativa	[Intervalo de Confiança de 95%]	
Teste de Cohen (d)	3,947438	3,305338	4,583145

Nota. Segundo Cohen (1988), o tamanho do efeito possui o seguinte padrão médio de distribuição em relação ao resultado do D-Cohen: uma estatística $D < 0,20$ representa um efeito pequeno; entre $0,21 < D < 0,79$ um efeito médio e quando ela for $D > 0,80$ um efeito grande.

As evidências fornecidas pelo teste de Cohen (1988) corroboram a significância estatística das diferenças e indicam que o tamanho da diferença entre as taxas também é economicamente significativo para o tomador de crédito, ou seja, os critérios adotados na concessão do crédito afetam de modo relevante os tomadores na antecipação das agências de fomento em comparação com os tomadores na antecipação dos bancos.

Esses resultados corroboram os dos trabalhos teóricos de Stabile (2012) e Eckert *et al.* (2015). O custo de captação dos recursos por meio do desconto de recebíveis nas agências de fomento é significativa e economicamente maior do que nos bancos. Stabile (2012) aponta que entre os motivos que geram essa diferença estão o custo da maleabilidade, o que torna a operação mais cara e nem sempre vantajosa para quem precisa captar recursos. Eckert *et al.* (2015) também vão na mesma linha e destacam, com base no resultado da sua pesquisa, que companhias, as quais necessitam financiar seu capital de giro, o fazem nas *factorings*, principalmente, por possuírem restrições cadastrais, o que inviabiliza tais operações nos bancos. Além disso, os pesquisadores destacam que os respondentes também escolhem as agências de fomento porque possuem um limite de operação baixo nos bancos e nas *factorings* o processo é menos burocrático.

Para tentar entender um pouco os possíveis motivos de existirem diferenças tão significativas entre as taxas, foi feita uma análise de correlação das taxas utilizadas com algumas variáveis econômicas, como a taxa básica da economia e o indicador de inadimplência (Tabela 4).

Tabela 4
Correlação entre as variáveis

	ANFAC	BACEN	SELIC	INADIMPLÊNCIA
ANFAC	1			
BACEN	0,9392*	1		
SELIC	0,9261*	0,878*	1	
INADIMPLÊNCIA	0,7478*	0,8139*	0,5736*	1

Nota. * denota significância estatística a um nível de P-value < 1% bi-caudal.

Os resultados obtidos com o teste de correlação fornecem algumas inferências sobre a relação das taxas cobradas com outros indicadores. O primeiro aspecto, que pode ser observado, é a maior correlação do fator ANFAC com a SELIC (0,9261) do que a taxa cobrada pelos bancos com a SELIC (0,878). Esse pode ser um aspecto relacionado com a maleabilidade e com o nível de sofisticação dos modelos de análise do risco de crédito. Uma maior correlação com a SELIC é um indício de que a taxa das *factorings* segue mais o panorama econômico global (risco de mercado) do que a taxa cobrada pelos bancos, que depende mais do seu próprio modelo de análise de crédito. Isso ficou claro também na correlação das taxas com o indicador de inadimplência. O fator ANFAC é menos correlacionado com a inadimplência (0,7478) do que a taxa dos bancos (0,8139). Essa maior correlação indica que as taxas dos bancos variam de modo mais próximo da inadimplência do que o fator ANFAC e pode ser um reflexo de que os bancos transferem de modo mais tempestivo e com maior acurácia esse custo para suas taxas, o que não ocorre nas agências de fomento, por realizarem um processo mais flexível e menos burocrático de análise de crédito (Eckert *et al.*, 2015).

4.3 Análise de sensibilidade

Para finalizar, foi feita uma análise de sensibilidade com as taxas cobradas pelos 6 maiores bancos comerciais no Brasil (Bradesco, Banco do Brasil, Banco Santander, Caixa Econômica Federal, HSBC Bank Brasil e Itaú Unibanco). Como a taxa média dos bancos envolvia todos os bancos com operações de desconto de duplicatas e cheques, seria possível que, pelo fato de envolver bancos com operações diversificadas, as taxas cobradas mais baratas e mais caras pudessem distorcer os resultados médios. Desse modo, foram selecionados os principais bancos (aqueles que têm a maior base de clientes, o que aumenta a probabilidade de serem procurados para esse tipo de operação), para se fazer uma análise de sensibilidade com as suas taxas médias. Os resultados dessa análise estão expostos na Tabela 5.

Tabela 5
Resultados da análise de sensibilidade

Variáveis	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão	[Intervalo de Confiança de 95%]	
ANFAC	60	4,036330	0,051043	0,395380	3,934196	4,138471
BACEN	60	2,572373	0,046371	0,359190	2,479585	2,665162
Combinado	120	3,304353	0,075375	0,825694	3,155103	3,453604
Dif	60	1,463960*	0,068962		1,327397	1,600523

Nota. * denota significância estatística a um nível de P-value < 1% bi-caudal. O teste estatístico utilizado foi o teste t para amostras independentes com controle de homogeneidade de variância.

Percebe-se, com base nos resultados, que houve um ligeiro aumento nas diferenças entre as taxas cobradas quando se levou em consideração apenas os grandes bancos, ou seja, a significância estatística permaneceu a mesma.

4.4 Avaliação e implicações dos resultados

Os resultados obtidos pelo trabalho confirmam que existe uma diferença significativa e relevante entre a taxa cobrada pelas *factorings* (fator ANFAC) e a taxa média cobrada pelos bancos nas operações de antecipação de recebíveis. Entre os possíveis fatores que explicam essa diferença está o nível de sofisticação dos modelos de análise de risco empregados pelas agências de fomento e pelos bancos. No momento da antecipação dos recursos financeiros, bancos e *factorings* analisam as empresas clientes, as empresas devedoras do crédito e os títulos negociáveis de maneiras divergentes. Empresas que precisam de crédito e apresentam restrições cadastrais possuem maior dificuldade para operarem com bancos e acabam recorrendo às *factorings* como alternativa. Esse aspecto foi apontado na pesquisa de Eckert *et al.* (2015). Por outro lado, as instituições financeiras não costumam examinar as empresas devedoras pois entendem que essa análise já foi realizada pela empresa que cede o título para desconto. Já as *factorings* fazem a verificação do risco do crédito também com base no devedor do título, o que aumenta o escopo do seu serviço se comparado com dos bancos comerciais.

Trabalhos como os feitos por Wolf (2008) e Wloch (2006) também ressaltam algumas diferenças entre as atividades e destacam que a agência de fomento atua em conjunto com suas clientes, disponibilizando uma série de serviços não-creditícios, o que torna ambas parceiras de negócio, e isso poderia trazer um reflexo nas taxas cobradas. Segundo Dodl (2006), as empresas buscam inicialmente o capital de giro que precisam, porém o diferencial dos serviços da *factoring* encontram-se a longo prazo.

Para finalizar, outro ponto que pode ser considerado como razão para a diferença nas taxas aplicadas é o direito ou não ao regresso na *factoring* (caso o devedor não pague o título acordado, possui a instituição credora o direito, ou não, de cobrar o valor negociado de sua empresa cliente). Nos casos em que a empresa de fomento não puder regressar os valores dos recebíveis com suas empresas clientes, ela terá que assumir como perda o recebível adquirido e não quitado pela empresa devedora. Sobre o assunto, falta uma legislação específica que regule tal atividade, o que traz posições opostas tanto na jurisprudência quanto na doutrina. Nas instituições financeiras o tema é de consonância. Goulart & Paulo (2011, p.296) citam que, “o banco tem direito de regresso contra o cedente do título no caso de inadimplência”. Dessa forma, caso o devedor não cumpra sua obrigação de quitação, a instituição financeira cobra da empresa que fez o desconto do título. Fica garantido, assim, que não haverá perda no título descontado.

Todos esses fatores podem ser a força motriz por trás das diferenças encontradas entre as taxas nesta pesquisa. Destaca-se, contudo, apesar de tais fatores motivacionais e do papel que as *factorings* possuem como mecanismos de fomento em uma economia mais maleável e no meio das pequenas empresas (Batista & Junior, 2012; Silveira, 2010), que as taxas cobradas por elas refletem maior risco. Para quem necessita antecipar seus recebíveis é mais viável economicamente procurar um banco comercial, pois os mesmos possuem uma taxa efetiva mais baixa. Caso o cliente não possua o *score* de crédito necessário ou tenha alguma restrição que impeça a cessão de crédito bancário a solução é antecipar os recebíveis em uma *factoring*.

5 CONCLUSÕES

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a diferença entre as taxas médias utilizadas por bancos comerciais e empresas de fomento (*factoring*) na negociação de recebíveis das empresas no cenário brasileiro. O período analisado compreende os últimos cinco anos e foi analisado o quão diferentes são as taxas, assim como as possíveis explicações para o fenômeno observado.

Os resultados obtidos evidenciam que as variáveis principais, fator ANFAC e taxa bancária, seguem uma tendência similar de elevação ou diminuição ao longo dos períodos. Contudo, seus valores se diferem de modo relevante. O fator ANFAC das *factorings*, que é a taxa média cobrada para fazer a antecipação de recebíveis, é significativamente superior à taxa média efetiva cobrada pelos bancos, o que pode ser explicado pelo modelo de risco

aplicado e as peculiaridades das duas atividades. Jorion (2011) e Hull (2015) apontam que existem diversos tipos de modelos para se analisar risco de crédito e que cada modelo deve ser adaptado ao apetite de risco da empresa que o analisa. Devido às diferenças entre as formas de financiamento, regulação e até a concepção de suas atividades é provável que os bancos e as factorings possuam modelos distintos. O modelo de risco bancário geralmente é bastante tecnológico e com maior exatidão, enquanto o modelo das *factorings* é mais maleável e menos burocrático, o que permite ser mais direcionado a cada situação das empresas clientes, porém a uma taxa superior. Esse aspecto transpareceu na análise de correlação que mostrou uma maior relação da taxa dos bancos com a inadimplência e menor com a SELIC, em comparação com a taxa do fator ANFAC, que se mostrou o contrário e apresentou uma maior correlação com a taxa básica e menor com a inadimplência.

No mercado, um reflexo dessa taxa significativamente maior cobrada pelas *factorings* é que as empresas acabam utilizando seus serviços em segunda instância ou quando apresentam alguma restrição cadastral que as impeçam de operar com os bancos (Stabile, 2012). Com isso, o risco envolvido na operação da *factoring* acaba sendo superior ao bancário e precisa ser repassado na taxa aplicada.

Uma limitação desta pesquisa é que não foi possível aprofundar sobre a composição das taxas aplicadas, verificando custo, risco e lucro de cada instituição. Outra limitação foi a pequena quantidade de trabalhos encontrados com temas relacionados. Como sugestão, outras pesquisas podem vir a fazer uma investigação mais focada nas taxas cobradas com modelos econométricos mais avançados, para tentar descobrir novidades nos comportamentos das referidas taxas. Outro ponto que pode ser aprofundado é um estudo mais direcionado a uma região ou setor de mercado específico, que busque auxiliar as empresas na gestão dos seus negócios.

REFERÊNCIAS

- Anjos, L.C.M., Miranda, L.C., Silva, D.J.C., & Freitas, A.R.F. (2012). Uso da Contabilidade para Obtenção de Financiamento pelas Micro e Pequenas Empresas: Um Estudo a Partir da Percepção dos Gestores. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 86-104.
- Araújo, V.S. & Machado, M.A.V. (2007). Gestão do Capital de Giro de Pequenas Empresas. *Rev. Cent. Admin.* 13(1), 48-61.
- Associação Nacional de Fomento Comercial (ANFAC). (2017). Recuperado em 7 fevereiro, 2017, de <http://www.anfac.com.br/v3/>
- Banco Central do Brasil (BACEN)(2017). Recuperado em 7 fevereiro, 2017, de <http://www.bcb.gov.br/pt-br#!/home>
- Batista, R. S., & Junior, J. F. B. R. (2012). A importância do *Factoring* para pequenas e médias empresas. *Veredas Favip - Revista Eletrônica de Ciências*, 5(1), 75-85.
- Brito, G. A. S., Assaf, A. A., Neto & Corrar, L. J. (2009). Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(51), 28-43.
- Brito, G. A. S. & Assaf, A. A., Neto (2008a). Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(46), 18-29.
- Brito, G. A. S. & Assaf, A. A., Neto (2008b). Modelo de risco para carteiras de créditos corporativos. *Revista de Administração*, 43(3), 263-274.
- Capelletto, L. R. & Corrar, L. J. (2008). Índices de risco sistêmico para o setor bancário. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(47), 6-18.

- Cohen, J. (1988), *Statiscal Power Analysis for the Behavioral Siences* (2a ed.). New York: Lawrence Erlbaum Associates.
- Cochrane, T. M. C. (2005, Julho 15). As empresas de *factoring* e as micro e pequenas e médias empresas: parceiras. *Jornal o povo*. Recuperado em 02 fevereiro, 2017, de <http://www.planejamentotributario.ufc.br/>
- Dantas, J. A., Rodrigues, F. F, Rodrigues, J. M.,& Capelletto, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, 21(52).
- Decker, S.R.F. & Gomes, M.C. (2014). Análise de Crédito Utilizando Mapas Cognitivos como Instrumento de Apoio ao Processo Decisório em uma Empresa de Factoring. *Revista Produção Online*, 14(3), 822-836.
- Diário do comércio (2016). *Crise abre oportunidade para empresas de factoring. Restrições de crédito tem levado gestores a recorrer à modalidade*. Recuperado em 02 fevereiro, 2017, de http://www.diariodocomercio.com.br/noticia.php?tit=crise_abre_oportunidades_para_empresas_de_factoring&id=172753
- Dodl, A. V. B. (2006). *A atividade de factoring no mercado brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Eckert, A.,Rizzon, F., Mecca, M.S.,&Biasio, R. (2015). Motivações, Vantagens e Desvantagens da Captação de Recursos Financeiros em Factoring: Um Estudo de Caso. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada*, 9(2), 61-78.
- Falcão, G. J. (2001). *Legislação que regula as empresas de fomento mercantil ("factoring") no Brasil* (p. 4). Recuperado em 25 março, 2017, de <http://bd.camara.gov.br/bd/discover>
- Gitman, L. J. &Zutter, C.J. (2012). *Principles of Managerial Finance*(13aed.).Boston: Prentice Hall.
- Gonçalves, E. B., Gouvêa, M. A.,&Mantovani, D. M. N. (2013). Análise de risco de crédito com o uso de regressão logística. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(20), 139-160.
- Gonçalves, G. de A. (2012). *Factoring como alternativa fonte de recursos para o capital de giro da empresas*. Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade Cearense, Fortaleza, CE, Brasil.
- Goulart, A. M. C., & Paulo, E. (2011). *Factoring*. In I. S. Lima, G. A. S. F. de Lima, &R. C. Pimentel (Org). Curso de Mercado Financeiro (Cap. 9, pp 289-315). São Paulo: Atlas.
- Hull, J. C. (2015). *Risk Management and Financial Institutions* (4aed.).New Jersey: John Wiley& Sons Inc.
- InternationalAccounting Standards Board (IASB) (2014). International Financial Reporting Standards (9). Financial Instruments.
- Jorion, P. (2011). *Financial Risk Manager Handbook*(6aed.).New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
- Katayama, D. M. (2003). *Modelos de Crédito Aplicados a Empresas de Factoring*. Graduação em Administração de Empresas, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

- Lei nº 9.430/96, de 27 de Dezembro de 1996* (1996). Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Brasília, DF. Recuperado em 5 janeiro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9430.htm
- Leite, L. L. (2011). *Factoring no Brasil* (12a ed., pp. 221-225). São Paulo: Atlas.
- Lima, M. V. A., Ensslin, L., & Montibeller G., Neto (2008). Modelo multicritério para gerenciamento de risco por uma empresa de *factoring*. *Revista de Economia e Administração*, 7(3), 328-340.
- Palmuti, C. R. & Picchiai, D. (2012). Mensuração do risco de crédito por meio de análise estatística multivariada. *Revista Economia*, 26(2), 7-22.
- Rotta, B.L. & Lima, J.F. (2006). O Perfil das Empresas de Factoring na Cidade de Toledo (PR). *Revista de Ciências Empresarias da UNIPAR*, 7(2), 185-194.
- Santos, C. dos (2014). *Proposta de planejamento estratégico para uma pequena empresa de Factoring de São José – SC*. Graduação em Administração, Centro Universitário de São José, São José, SC, Brasil.
- Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de São Paulo (SEBRAE-SP). (2014). *Causa Mortis: o sucesso e o fracasso das empresas nos primeiros cinco anos de vida*. Recuperado em 08 Janeiro, 2016, de http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/causa_mortis_2014.pdf
- Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas de São Paulo (SEBRAE-SP). (2010). *Doze anos de monitoramento da sobrevivência e mortalidade de empresas*. Recuperado em 08 Janeiro, 2016, de http://www.sebraesp.com.br/arquivos_site/biblioteca/EstudosPesquisas/mortalidade/mortalidade_12_anos.pdf
- Schrickel, W. K. (1997). *Análise de Crédito: Concessão e Gerência de Empréstimos* (3a ed., p. 25). São Paulo: Atlas.
- Securato, J. R. (2002). *Crédito: análise e avaliação do risco*. São Paulo: Saint Paul.
- Securato, J. R. & Famá, R. (1997). Um procedimento para a decisão de crédito pelos bancos. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1).
- Silva, José Pereira. (2014). *Gestão e análise do risco de crédito* (8a ed.). São Paulo: Atlas.
- Silveira, M. da (2010). *Como as empresas de Factoring podem funcionar como apoio ao crescimento das Micros e Pequenas Empresas brasileiras*. Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Sindicato das Sociedades de Fomento Mercantil *Factoring* do Estado de São Paulo (SINFAC SP). (2010). *O que é Factoring?*. Recuperado em 18 Janeiro, 2017, de, http://www.sinfac-sp.com.br/v2/content.php?id_page=27
- Souza, J. M. de (2015). *Análise das Informações sobre o Risco de Crédito: Estudo de caso do Banco Santander*. Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.

- Stabile, H. H. (2012). Factoring: Um Estudo Desse Mecanismo de Apoio às Pequenas e Médias Empresas. *Caderno de Administração Universidade Estadual de Maringá*, 20(2), 38-50.
- Taylor, M. (2013). *Global Banks and Financial Intermediaries*. In G. Caprio Jr. (Org.) Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions and Infrastructure (Cap. 33, pp. 357 – 366). London: Elsevier.
- Wloch, A. P. (2006). *A utilização dos serviços de factoring na região de Tubarão-SC: um estudo de caso*. Pós-graduação em MBA Gestão Empresarial, Universidade do Extremo Sul Catarinense, Tubarão, SC, Brasil.
- Wolf, F. M. (2008). *As práticas de análise para concessão de crédito numa empresa de fomento mercantil (factoring)*. Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.

CORRUPÇÃO E VALOR DE MERCADO: OS EFEITOS DA OPERAÇÃO LAVA JATO SOBRE O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

CORRUPTION AND MARKET VALUE: EFFECTS OF THE LAVA JATO OPERATION ON THE BRAZILIAN STOCK MARKET

EDUARDO CARVALHO CORREA DE ARAÚJO

Mestre em Ciências Contábeis. Fucape Business School. Endereço: Rua da Assembleia, 100, 3º Andar | Centro | Rio de Janeiro/RJ | Brasil.

E-mail: eduaraujo00@yahoo.com.br

VICTOR RANGEL DOS SANTOS RODRIGUES

Graduando em Ciências Econômicas. Fucape Business School. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358 | Boa Vista | Vitória/ES | Brasil.

E-mail: victorrangelrodrigues@gmail.com

DANILO SOARES MONTE-MOR

Doutor em Administração e Ciências Contábeis. Fucape Business School. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358 | Boa Vista | Vitória/ES | Brasil.

E-mail: daniilo@fucape.br

ROGÉRIO DIAS CORREIA

Doutor em Direito. Fucape Business School. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 1358 | Boa Vista | Vitória/ES | Brasil.

E-mail: rogeriocorreia@fucape.br

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo identificar quais são os efeitos causados pela divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira. Para tanto, utilizou-se a metodologia de estudos de eventos, a fim de avaliar a influência da divulgação das fases de uma das maiores operações anticorrupção brasileira (Operação Lava Jato) sobre o retorno anormal acumulado das ações, tanto de companhias citadas nas investigações (envolvimento direto) quanto de companhias listadas nos setores das companhias citadas. Os resultados indicam que a Lava Jato reduziu o valor de mercado das empresas diretamente envolvidas com os escândalos de corrupção acima de variações que ocorreram no mercado. Já, para as demais empresas dos setores envolvidos, evidenciou-se um efeito positivo sobre o retorno anormal acumulado. Tais resultados sugerem que a deflagração de operações anticorrupção como a Lava Jato tem potencial para reduzir diferenças de precificação existentes entre empresas que participam diretamente de contratos fraudulentos e demais empresas do mesmo setor. Tal ajuste de precificação pode estar associado à correção feita pelo mercado mediante os prejuízos trazidos pela concorrência desleal à competitividade.

Palavras-Chave: Corrupção. Valor de mercado. Operação Lava Jato.

Submissão em 31/01/2018. Revisão em 13/04/2018. Aceito em 03/05/2018.

ABSTRACT

This paper aims to identify the effects of the disclosure of corruption events on the market values of companies listed on the Brazilian Stock Exchange. For this purpose, we applied the event studies methodology to evaluate the influence of exposing the phases of one of the most extensive Brazilian anti-corruption operations - the Lava Jato Operation - on the cumulative abnormal return of shares, both of the companies cited in the investigations (direct involvement) and of those listed in the same segments as the cited companies. Results indicate that the Lava Jato Operation reduced the market values of the companies directly involved in the corruption scandals above market variations. For the other companies in the concerned segments, there was a positive effect on the cumulative abnormal returns. Such results suggest that the onset of anti-corruption operations such as the Lava Jato Operation has the potential to reduce pricing differences that exist between companies that directly participate in fraudulent contracts and other companies in the same segments. This pricing adjustment may be associated with the correction made by the market due to losses in competitiveness caused by unfair competition.

Keywords: *Corruption. Market value. Lava Jato Operation.*

1 INTRODUÇÃO

Noticiários brasileiros frequentemente têm evidenciado eventos de corrupção em várias esferas e hierarquias do poder público, bem como em contratos que envolvem o setor público e a iniciativa privada. Tais notícias seguem alinhadas ao aumento da percepção de corrupção por parte dos brasileiros, à queda do Brasil no ranking do IPC (Índice de Percepção de Corrupção), bem como à deflagração de operações anticorrupção, como é o caso da Operação Lava Jato. Configura-se entre uma das maiores operações anticorrupção brasileiras e possibilitou a descoberta e o desmembramento de diversos esquemas de corrupção por todo o território nacional, os quais contam com a participação de políticos de expressão, grandes empresários e envolvem bilhões de reais (Polícia Federal, 2016).

Na literatura sobre o tema, autores investigam os efeitos da corrupção sobre o crescimento econômico por meio da análise de fatores como investimentos (Mo, 2001), custos transacionais e eficiência de mercado (Méon & Weill, 2010), políticas governamentais (Mauro, 1996; 1997), dentre outros. As conclusões ainda são divergentes: alguns resultados sugerem que a corrupção reduz o nível de investimentos e o crescimento econômico devido ao aumento da ineficiência de mercado e da incerteza (Mauro, 1996; Ionescu, 2014); outros estudos sugerem que os efeitos da corrupção podem ser adversos em diferentes economias, a depender de condições e fatores institucionais/socioeconômicos específicos (Blackburn, Bose, & Haque, 2011; Wang & You, 2012).

O estudo de Méon e Sekkat (2005), por exemplo, evidencia que o efeito negativo da corrupção nos investimentos e no crescimento econômico é potencializado pela violência política, ineficiência do governo e instituições legais fracas. Méon e Weill (2010), por outro lado, sugerem que os efeitos da corrupção são menos perversos em países com instituições menos desenvolvidas. Além disso, os autores verificam que, em casos de instituições disfuncionais e ineficientes, a corrupção pode até estar relacionada a um aumento relativo de eficiência. Isso porque, nesses casos extremados, os prejuízos causados pela burocracia e morosidade das instituições superam os prejuízos associados à corrupção. Em outras palavras, a corrupção acaba por se apresentar como solução menos custosa, embora ilegal, para o crescimento das empresas (Acemoglu & Verdier, 1998; Blackburn *et al.*, 2011). Esse é um cenário em que legislações fragilizadas e entraves burocráticos e institucionais acabam por criar incentivos perversos aos agentes da economia.

Não fica claro, entretanto, de que forma a divulgação de eventos de corrupção influencia o valor de mercado de empresas corruptoras e não corruptoras em contextos em que contratos fraudulentos ferem a lealdade da concorrência e interferem nos níveis de competitividade. Este trabalho visa a contribuir para esse debate, ao identificar quais são os efeitos da divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas.

Especificamente sobre os efeitos da corrupção no mercado financeiro, alguns resultados sugerem que a corrupção reduz o valor da firma via ineficiência de investimentos para as empresas que participam dos contratos fraudulentos (Lee & Ng, 2006). Nesse caso, parte dos recursos investidos é destinada a instituições e funcionários públicos corruptos por meio de pagamentos de propinas (Fisman e Svensson, 2007). O desvio de finalidade de tais recursos aumenta o custo dos produtos e serviços inerentes à atividade empresarial, funcionando como um “imposto” que traz consigo incerteza e risco sobre rentabilidades futuras (Mauro, 1996; Méon & Sekkat, 2005; Fisman & Svensson, 2007).

Por outro lado, o estabelecimento de contratos mediante interferências políticas e fraudes em licitações públicas, ao passo em que impõe às demais empresas do mercado uma desvantagem competitiva, proporciona favorecimento e oportunidades às empresas corruptoras, uma vez que produtos e serviços passam a ser adquiridos a despeito do melhor custo-benefício (Lambsdorff, 2003). Nesse caso, a corrupção se configura como um obstáculo à concorrência e confere às empresas corruptoras vantagem competitiva, o que pode gerar pressão por aumento relativo do valor de mercado dessas empresas (Delavallade, 2006). Não fica claro, entretanto, de que forma o mercado precifica e reage à divulgação de eventos de corrupção tanto de empresas diretamente envolvidas em esquemas de corrupção, como de empresas do mesmo setor que indiretamente são envolvidas via desvantagem competitiva.

Para que seja possível compreender quais são os efeitos da divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas, optou-se pelo cenário brasileiro, em meio aos fatos apurados e divulgados pela Operação Lava Jato. Assim, este trabalho tem como objetivo identificar quais são os efeitos causados pela divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira.

Em termos teóricos, este trabalho contribui para a literatura ao analisar um cenário específico de corrupção delineada por meio de contratos entre esferas públicas e empresas privadas, somando-se a estudos anteriormente relacionados (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998; Lee & Ng, 2006), que indicam que a corrupção pode estar relacionada à incerteza de eventos futuros e ao nível de confiança do investidor. Além disso, este estudo se diferencia dos demais trabalhos ao analisar o efeito da divulgação de eventos de corrupção no valor de mercado tanto sobre empresas diretamente envolvidas como em empresas com envolvimento indireto via competitividade de mercado. Em termos práticos, o trabalho indica que o combate à corrupção e a divulgação de fatos apurados pela Operação Lava Jato resultou em perda de valor de mercado para as companhias citadas, e em ganho de valor de mercado para as empresas do mesmo segmento de companhias citadas. Em outras palavras, a divulgação de operações anticorrupção contribui para a redução de discrepâncias de precificação inerentes à corrupção praticada pelas empresas envolvidas nas respectivas operações. Tal ajuste de precificação pode estar associado à correção feita pelo mercado mediante os prejuízos trazidos pela concorrência desleal à competitividade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Corrupção e valor de mercado

Ao analisar os efeitos da corrupção sobre o valor de mercado das firmas, Porta *et al.* (1998) e Lee e Ng (2006) sugerem que altos níveis de corrupção no setor público influenciam negativamente o preço das ações das companhias de capital aberto. Controlando por variáveis como ROE ou ROA, margem de lucro, nível de gastos com pesquisa e desenvolvimento, pagamento de dividendos, observou-se que o efeito da corrupção é robusto na depreciação do *Price to Book*, decorrente das reduções tanto do fluxo de caixa esperado quanto da previsão de lucros futuros. Dessa forma, em determinados níveis a corrupção pode se constituir em um problema para a economia, com o aumento da incerteza e do risco de mercado, resultando na redução de investimentos, com consequências ao desenvolvimento econômico e social (Mauro, 1996; Ehrlich & Lui, 1999; Lee & Ng, 2006).

Mauro (1996), por exemplo, destaca que a corrupção gera ineficiência de investimentos, uma vez que parte dos recursos é destinada a instituições e funcionários públicos corruptos por meio de pagamentos de propinas, o que aumenta o custo dos produtos e serviços públicos

necessários à atividade empresarial, funcionando como um “imposto” que traz consigo a incerteza e o risco sobre acontecimentos futuros (Mauro, 1996; Méon & Sekkat, 2005; Fisman & Svensson, 2007).

O’Toole e Tarp (2014) destacam a importância da eficiência dos investimentos, por estar diretamente relacionada ao crescimento econômico e ao produto marginal do capital investido. Em estudo realizado sobre corrupção e eficiência de investimentos em países em desenvolvimento, verificou-se que o efeito da corrupção é negativo. Afeta principalmente as pequenas e médias empresas, uma vez que são, em geral, as mais dependentes dos produtos e serviços públicos, dispondo ainda de menor capacidade de pagamentos.

Alinhados aos estudos anteriores, Everhart, Martinez-Vazquez, Martinez-Varquez e Mcnab (2003) observaram que a corrupção tem a faceta de reduzir a eficiência dos setores público e privado, uma vez que permite que pessoas assumam posições relevantes em diversas esferas de poder, com objetivos diversos ou sem as competências necessárias para promover o fomento. Nesses ambientes instáveis, os retornos sobre os investimentos são mais difíceis de prever, o que afeta as decisões sobre os investimentos privados, com consequência negativa sobre o desenvolvimento econômico e sustentável em longo prazo. Além de reduzir a eficiência do investimento, o estabelecimento de contratos mediante interferências políticas e fraudes em licitações públicas impõe às demais empresas do mercado uma desvantagem competitiva, uma vez que produtos e serviços passam a ser adquiridos a despeito do melhor custo-benefício (Lambsdorff, 2003).

Se por um lado evidencia-se o efeito negativo da corrupção nos investimentos e no crescimento econômico, Méon e Weill (2010), por outro lado, sugerem que os efeitos da corrupção são menos perversos em países com instituições menos desenvolvidas. Além disso, os autores verificam que em casos de instituições disfuncionais e ineficientes, a corrupção pode até estar relacionada a um aumento relativo de eficiência. Isso porque, nesses casos extremados, os prejuízos causados pela burocracia e morosidade das instituições superam os prejuízos associados à corrupção. Em outras palavras, a corrupção acaba por se apresentar como solução menos custosa, embora ilegal, para o crescimento das empresas (Acemoglu & Verdier, 1998; Blackburn *et al.*, 2011). Esse é um cenário em que entraves burocráticos e institucionais acabam por criar incentivos perversos aos agentes da economia.

O trabalho de Méon e Weill (2010), especificamente, testa duas hipóteses: (1) “*Grease on the Wheels*”, que basicamente defende que a corrupção pode ter efeitos benéficos para a produtividade do país em casos de grave deterioração das instituições, como violência política, Poder Judiciário enfraquecido e administração pública ineficiente; (2) “*Sand on the Wheels*”, hipótese que propõe que a corrupção é perversa em todos os cenários e que seus custos são maiores mesmo nos cenários em que as instituições do país são mais fracas. Resumidamente, as duas hipóteses apontam a corrupção como fator de detrimento econômico em um contexto de instituições fortes e efetivas, porém a hipótese (1) diz que em casos extremos de ineficiência, a corrupção pode ser benéfica, enquanto a hipótese (2) apresenta a corrupção como um entrave ao crescimento independente do cenário.

Os resultados de Méon e Weill (2010) apontam, em média, para uma não rejeição da hipótese “*Grease on the Wheels*”. Ou seja, em países com deterioração do contexto institucional, há indícios da existência de benefícios marginais da corrupção. Os autores ressaltam, entretanto, que tal interpretação é extrema e arriscada, e um país que se beneficiar de tais efeitos pode acabar caindo em uma armadilha futura de pouca eficiência e má gestão.

No equilíbrio, de fato, verifica-se que a economia sempre se encontra em uma situação mais fragilizada quando agentes da economia são submetidos a excesso de burocracia e vivenciam corrupção e instabilidade político-institucional. O fortalecimento das instituições, do ambiente político-econômico e o estabelecimento de punições legais apropriadas a crimes de corrupção, são, portanto, fundamentais para que não sejam criados incentivos perversos aos agentes da economia.

2.2 A Operação Lava Jato e os custos de agência

A Operação Lava Jato, de acordo com a Polícia Federal (PF) (Polícia Federal, 2016), é uma investigação de combate a crimes de corrupção e lavagem de dinheiro, que abrange

diversas empresas de economia mista e privada, acusadas de fraudes em licitações públicas, lavagem de dinheiro e pagamento de propinas. Nesse cenário, os desvios de recursos da Petrobras, principal empresa de economia mista do país, somam bilhões de dólares em fraudes contratuais.

A primeira fase da operação foi deflagrada no dia 17/03/2014 pela PF, com o objetivo de desarticular organizações que praticavam crimes contra Sistema Financeiro Nacional, principalmente a lavagem de dinheiro, oriundos das fraudes contratuais e pagamento de propinas. Os grupos investigados registraram, segundo dados do COAF (Conselho de Controle de Atividades Financeiras/MF), operações financeiras atípicas envolvendo bilhões de reais.

Essas relações contratuais podem ser exploradas pela teoria de Agência. Tal teoria analisa relações comerciais estabelecidas por meio de contratos entre o principal e o agente. São suscetíveis a conflitos e necessitam de mecanismos de governança que limitem os comportamentos dos atores, evidenciando as ações e obrigações das partes, de forma a reduzir o conflito de interesses entre o principal e o agente. Legislações, mecanismos para a redução da assimetria informacional, regras para a alocação de capitais, sistemas de remuneração e recompensa, são utilizados para mitigar riscos e impedir as ações de interesse próprio, com o objetivo de assegurar a eficiência das organizações (Fama & Jensen, 1983; Brudney, 1985).

Tais mecanismos de governança, entretanto, geram custos de agência, que podem afetar indiretamente o lucro esperado das empresas, devido a altos gastos associados a sistemas burocráticos, ao controle e inibição de comportamentos e ações não desejadas. Não obstante, a omissão desses mecanismos pode significar um aumento de riscos para investidores, com impacto direto no custo de capital da firma. Conforme verificado por Porta *et al.* (1996), as diferenças e características de sistemas legais e de proteção a investidores são relevantes, tanto para a redução dos custos de agência quanto dos riscos associados a custos de capital. Em regimes mais corruptos, detentores de informações privilegiadas e blocos controladores atuam com maior impunidade, aumentando a incerteza de mercado e a necessidade de mecanismos de proteção. Consequentemente, geram maiores custos de agência.

Exemplos de problemas envolvendo tais mecanismos podem ser dados pelo alvo inicial das investigações da Lava Jato, a Petrobras, na qual agentes públicos por meio do recebimento de propinas facilitavam o fechamento de licitações superfaturadas. Além dessa empresa, outras foram apontadas como participantes dessa rede de corrupção.

Especificamente, as ações da Operação Lava Jato são desmembradas por fases, em parte desdobramentos de fases anteriores. As fases de desdobramentos foram incluídas no estudo por estarem diretamente relacionadas às investigações e cumprimento de mandatos judiciais contra empresas ou pessoas envolvidas nas fraudes, indicando a continuidade e o avanço da operação. A Figura 1 representa o resumo das fases e desdobramentos (eventos) das 37 primeiras fases da operação. Informações sobre as demais fases podem ser obtidas junto ao site da PF do Brasil.

Fase	Data	Objetivo	Resultados	Principais Alvos
1ª	17/03/2014	Desarticular a ação ilegal de doleiros, que utilizariam pessoas e empresas em nome de terceiros, para a prática de crimes contra o sistema financeiro nacional e lavagem de dinheiro.	PF cumpre 81 mandados de busca e apreensão, 18 de prisão preventiva, 10 de prisão temporária e 19 de condução coercitiva.	Doleiros.
2ª	20/03/2014	Apuração da mesma categoria de crimes, com extensão do foco em outros doleiros e envolvimento de um ex-diretor da Petrobras.	PF cumpre 06 mandados de busca e 01 de prisão temporária.	Doleiros, ex-diretor da Petrobras Paulo Roberto Costa.
3ª	11/04/2014	Continuação das investigações decorrentes das fases anteriores.	PF cumpre 16 mandados de busca, 03 de prisão temporária e 06 de condução coercitiva.	Doleiros.
4ª	11/06/2014	Desdobramento técnico das fases anteriores.	PF cumpre 01 mandado de busca e 01 de prisão preventiva.	Ex-diretor da área de abastecimento da Petrobras, Paulo Roberto Costa.

5ª	01/07/2014	Cumprimento de mandados judiciais.	PF cumpre 07 mandados de busca, 01 de prisão temporária e 01 de condução coercitiva.	Sócios do doleiro Alberto Youssef e empresas de fachada que movimentavam contas na Suíça.
6ª	22/08/2014	Desdobramento técnico da fase anterior.	PF cumpre 15 mandados de busca e 01 de condução coercitiva.	Empresas vinculadas a Paulo Roberto Costa.
7ª	14/11/2014	Prender empreiteiros e operadores do esquema de distribuição de propinas obtidas mediante contratos ilícitos com a PETROBRAS.	PF cumpre 49 mandados de busca, 06 de prisão preventiva, 21 de prisão temporária e 09 de condução coercitiva.	Presidentes e executivos de empreiteiras.
8ª	14/01/2015	Desdobramento técnico da fase anterior.	PF cumpre 01 mandado de prisão preventiva.	Ex-diretor da área internacional da Petrobras, Nestor Cerveró.
9ª	05/02/2015	Apurar o esquema de fraude das licitações da PETROBRAS e conseqüente distribuição de propinas envolvendo demais diretorias da estatal.	PF cumpre 40 mandados de busca e apreensão, 18 de condução coercitiva, 03 de prisão temporária e 01 de prisão preventiva.	Operadores do esquema de corrupção.
10ª	16/03/2015	Cumprimento de mandados judiciais para os crimes de associação criminosa, documento falso, corrupção passiva e corrupção ativa, fraude em processo licitatório e lavagem de dinheiro.	PF cumpre 02 mandados de prisão preventiva, 04 de prisão temporária e 12 de busca e apreensão.	Ex-diretor da área de serviços da Petrobras Renato Duque, operadores e beneficiários do esquema.
11ª	10/04/2015	Apurar fatos criminosos atribuídos a três grupos de ex-agentes políticos, no âmbito de desvios de recursos da Petrobras, e em órgãos públicos federais.	PF cumpre 07 mandados de prisão, 09 de condução coercitiva e 16 de busca e apreensão.	Políticos e ex-políticos.
12ª	15/04/2015	Cumprimento de mandados judiciais.	PF cumpre 01 mandado de busca e apreensão, 01 de prisão preventiva, 01 de prisão temporária e 01 de condução coercitiva.	Acusados de recebedor de vantagens ilícitas decorrentes de fraudes em contratos com a Petrobras.
13ª	21/05/2015	Desdobramento técnico da fase anterior.	PF cumpre 04 mandados de busca e apreensão, 01 de condução coercitiva e 01 de prisão preventiva.	Operadores financeiros que atuavam junto a contratos firmados por empreiteiras com a Petrobras.
14ª	19/06/2015	Expandir a investigação para os crimes de formação de cartel, fraude em licitações, corrupção, desvio de verbas públicas e lavagem de dinheiro para duas grandes empreiteiras de atuação nacional e internacional.	PF cumpre 08 mandados de prisão preventiva, 04 de prisão temporária, 38 de busca e 09 de condução coercitiva.	Executivos, empreiteiras e suas empreiteiras controladas.
15ª	02/07/2015	Investigar o recebimento de vantagens ilícitas no âmbito da diretoria internacional da Petrobras.	PF cumpre 04 mandados de busca e um de prisão preventiva.	Ex-diretor da área internacional da Petrobras Jorge Zelada
16ª	28/07/2015	Apurar a formação de cartel e o prévio ajustamento de licitações, além do pagamento indevido de vantagens financeiras a empregados da estatal Eletronuclear.	PF cumpre 23 mandados de busca, 02 de prisão temporária e 05 de condução coercitiva.	Presidente da estatal Eletronuclear.
17ª	03/08/2015	Cumprimento de medidas cautelares em relação a pagadores e recebedores de vantagens indevidas oriundas de contratos com o Poder Público.	PF cumpre 26 mandados de busca, 03 de prisão preventiva, 05 de prisão temporária e 06 de condução coercitiva.	Políticos, ex-políticos, lobistas e "laranjas" utilizados em transações.
18ª	13/08/2015	Cumprimento de medidas cautelares em relação ao operador identificado na fase anterior, responsável por arrecadar valores relacionados a vantagens ilícitas, obtidas a partir de contrato no âmbito de crédito consignado junto ao Ministério do Planejamento.	PF cumpre 01 mandado de prisão temporária e 10 de busca e apreensão.	Operador identificado na fase anterior.
19ª	21/09/2015	Avanço das investigações das fases anteriores e de empreiteiras já investigadas na Operação	PF cumpre 07 mandados de busca e apreensão, 01 de	Executivos e empreiteiras.

		Lava Jato.	prisão preventiva, 01 de prisão temporária e 02 de condução coercitiva.	
20ª	16/11/2015	Apurar participação de ex-funcionários da Petrobras investigados pelo recebimento indevido de valores por parte de representantes de empresas contratadas.	PF cumpre 11 mandados de busca e apreensão, 02 de prisão temporária e 05 de condução coercitiva.	Ex-funcionários de estatal e novo operador financeiro identificado.
21ª	24/11/2015	Investigar o esquema financeiro utilizado pelos investigados com o objetivo de ocultar a real destinação dos valores indevidos pagos a agentes públicos e diretores da Petrobras.	PF cumpre 25 mandados de busca e apreensão, 01 de prisão preventiva e 06 de condução coercitiva.	Lobista José Carlos Bumlai, apontado como amigo do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Luiz Esteves, sócio do banco de investimentos BTG Pactual.
22ª	27/01/2016	Apurar esquema de abertura de empresas offshore e contas no exterior utilizadas para ocultar e dissimular recursos oriundos de fraudes e desvios em contratos com a Petrobras.	PF cumpre 15 mandados de busca e apreensão, 06 de prisão temporária e 02 de condução coercitiva.	Senador Delcídio do Amaral e banqueiro André Esteves, sócio do banco BTG Pactual.
23ª	22/02/2016	Cumprimento de medidas cautelares relacionadas ao pagamento e recebimentos de propinas.	PF cumpre 38 mandados de busca e apreensão, 02 de prisão preventiva, 06 de prisão temporária e 05 de condução coercitiva.	Empresas pagadoras de propina, um operador e recebedores de propina do esquema.
24ª	04/03/2016	Apurar o recebimento de vantagens de empreiteiras diretamente ligadas ao esquema de corrupção.	PF cumpre 33 mandados de busca e apreensão e 11 de condução coercitiva.	Ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva, seu filho Fábio Luiz Lula da Silva.
25ª	21/03/2016	Cumprimento da prisão do operador apontado como responsável pelo pagamento de propinas a ex-diretores da Petrobras.	PF cumpre 01 mandado de prisão 01 de busca e apreensão, ambos em Lisboa, Portugal.	Operador Raul Schmidt Felipe Junior.
26ª	22/03/2016	Apurar esquema de contabilidade paralela de um dos grupos empresariais envolvidos, destinado ao pagamento de vantagens indevidas a terceiros, vários deles com vínculos diretos ou indiretos com o poder público.	PF cumpre 67 mandados de busca e apreensão, 28 de condução coercitiva, 11 de prisão temporária e 04 de prisão preventiva.	Grupo empresarial Odebrecht e operadores financeiros ligados ao mercado paralelo de câmbio.
27ª	01/04/2016	Apurar esquema de lavagem de dinheiro proveniente de empréstimo junto ao banco Schahin envolvendo repasse para o Partido dos Trabalhadores (PT).	PF cumpre 08 mandados de busca e apreensão, 02 de prisão temporária e 02 mandados de condução coercitiva.	Ex-secretário-geral do PT, Silvío Pereira, ex-tesoureiro do PT Delúbio Soares, e empresários ligados ao esquema.
28ª	12/04/2016	Apurar a cobrança de propinas para evitar a convocação de empreiteiros para prestarem depoimento em Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) instaurada em 2014 pelo senado federal e pela câmara de deputados para investigar desvios na Petrobras.	PF cumpre 14 mandados de busca e apreensão, 01 de prisão preventiva, 02 de prisão temporária e 05 de condução coercitiva.	Ex-senador e vice-presidente da CPI da Petrobras Gim Argello.
29ª	23/05/2016	Dar prosseguimento às investigações de crimes de formação de quadrilha, lavagem de dinheiro e corrupção passiva a ativa, envolvendo verbas desviadas da Petrobras.	PF cumpre 06 mandados de busca e apreensão, 01 de prisão preventiva e 02 de prisão temporária.	Ex-tesoureiro do Partido Progressista João Cláudio Genu e empresários ligados ao esquema.
30ª	24/05/2016	Investigar contratos fraudulentos para desvio de dinheiro da Petrobras.	PF cumpre 28 mandados de busca e apreensão, 02 de prisão preventiva e 09 de condução.	Grupos empresariais, operadores, e funcionários da Petrobras.

31ª	01/07/2016	Apurar fraude em processos licitatórios, pagamentos de propinas a servidores da Caixa Econômica Federal e da Petrobras, e repasse de recursos de empresas privadas a partido político em virtude de sucesso em contratações específicas.	PF cumpre 07 mandados de condução coercitiva, 04 de prisão temporária, 02 de prisão preventiva e 42 de busca e apreensão.	Doleiros a empresas que mantinham relações com o ex presidente da câmara de deputados Eduardo Cunha. Ex-tesoureiro do PT Paulo Ferreira, e empresários
32ª	07/07/2016	Investigar instituição financeira panamenha que atuava no Brasil clandestinamente e apurar práticas de crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, lavagem de ativos e organização criminosa transnacional.	PF cumpre 07 mandados de condução coercitiva e 10 de busca e apreensão.	Instituição bancária clandestina FBP Bank.
33ª	02/08/2016	Apurar a participação da Construtora Queiroz Galvão no chamado “cartel das empreiteiras”, grupo de empresas com o objetivo de executar obras contratadas pela Petrobras.	PF cumpre 23 mandados de busca e apreensão, 02 de prisão preventiva, 01 de prisão temporária e 06 de condução coercitiva.	Dirigentes e funcionários da construtora Queiroz Galvão.
34ª	22/09/2016	Investigar fatos relacionados à contratação pela Petrobras de empresas para a construção de duas plataformas.	PF cumpre 33 mandados de busca e apreensão, 09 de prisão temporária e 08 de condução coercitiva.	Empresas Mendes Junior e OSX, empresários e políticos.
35ª	26/09/2016	Investigar indícios de uma relação criminosa entre um ex-ministro da Casa Civil e da Fazenda com o comando da principal empreiteira do país.	PF cumpre 27 mandados de busca e apreensão, 03 de prisão temporária e 15 mandados de condução coercitiva.	Construtora Odebrechet, ex-ministro Antônio Palocci.
36ª	10/11/2016	Investigar lavagem de dinheiro e movimentação de recursos de origem ilegal, principalmente oriundos de relações criminosas entre empreiteiras e empresas sediadas no Brasil com executivos e funcionários da Petrobras.	PF cumpre 16 mandados de busca e apreensão e 02 de prisão preventiva.	Operadores financeiros, construtoras e outras empresas contratadas pela administração pública.
37ª	17/11/2016	Investigar irregularidades e desvio de recursos de grandes obras contratadas pela administração pública no estado do Rio de Janeiro.	PF cumpre 14 mandados de busca e apreensão, 01 de prisão preventiva e 02 de prisão temporária.	Ex-governador Sérgio Cabral e empreiteiras.

Figura 1. Fases e Desdobramentos da Operação Lava Jato

Fonte: Adaptado de Polícia Federal, 2016.

3 METODOLOGIA

3.1 Estrutura da pesquisa

Com o objetivo de identificar quais são os efeitos causados pela divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira, utilizou-se pesquisa quantitativa por meio do levantamento de dados secundários obtidos da base Econômica e CVM de todos os tipos (classes) de ações das companhias listadas como ativas na B3 durante o período base que compreende de 01/01/2014 a 31/12/2016. Dentro desse período, foram utilizados dados das 37 primeiras fases da operação Lava-Jato, a primeira deflagrada no dia 17/03/2014 e a trigésima sétima em 17/11/2016.

Para capturar o impacto dos eventos de deflagração de cada uma das fases da Operação Lava Jato sobre o retorno das ações das companhias listadas na B3, foi utilizada a metodologia de estudo de evento, que se resume em avaliar como uma informação afeta o mercado em um momento específico, dada a divulgação de um fato presumidamente relevante e não antecipado. Nesse sentido, utilizou-se a soma dos retornos anormais diários de cada empresa nos dias que fazem parte da janela de 01 dia circundante ao evento (CAR_LavaJato), com o objetivo de capturar o conteúdo informacional no entorno desse evento (Kolari & Pynnone, 2010).

As análises foram conduzidas considerando-se o efeito das operações tanto nas companhias citadas nas investigações quanto nas demais companhias listadas nos mesmos segmentos das companhias citadas. Nesse último caso, pretende-se, adicionalmente, verificar se operações de corrupção geram transferência informacional entre empresas do mesmo setor. Para que fosse possível controlar pela divulgação de outros eventos que possam influenciar o retorno anormal anual, foram considerados ainda a soma dos retornos anormais diários de cada empresa nos dias que fazem parte da janela de 01 dia circundante a eventos de divulgações obrigatórias e voluntárias feitas pelas respectivas empresas (**CAR Obrigatório** e **CAR Voluntário**, respectivamente). O conjunto de informações obrigatório inclui a divulgação do evento referente às demonstrações contábeis, como Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração do Resultado Abrangente, Demonstração do Valor Adicionado, Notas Explicativas e Relatório de Auditoria, dentre outros. Já os eventos voluntários referem-se a informações dadas ao mercado, como subscrições, dissidências ou recessos, conversões voluntárias, retratações, dentre outras. Tanto as divulgações obrigatórias quanto os comunicados voluntários ao mercado foram coletados manualmente no site da CVM.

Dessa forma, as variáveis independentes **CAR_LavaJato**, **CAR_Obrigatório** e **CAR_Voluntário** representam em termos consolidados, a soma dos CARs dos respectivos tipos de eventos durante o ano, sempre considerando a janela de 01 (um) dia em torno de cada evento de uma mesma espécie (Lava Jato, obrigatório ou voluntário). Nos casos em que um evento de divulgação voluntária caiu na mesma janela de um evento da Lava Jato, considerou-se somente o evento da "Lava Jato". O modelo proposto pela equação (1) tem por objetivo verificar se os eventos de divulgação das fases da Lava Jato ao longo dos anos de 2014, 2015 e 2016 apresentaram informações que possam explicar os retornos anormais acumulados no ano das ações que compõem o mercado e a reação do mercado para as ações de empresas do mesmo setor das citadas na Lava Jato.

$$\begin{aligned}
 CAR_{ano} = & \beta_0 + \beta_1 CAR\ Lava\ Jato + \beta_2 CAR\ Lava\ Jato * Dummy\ Citada + \\
 & + \beta_3 CAR\ Lava\ Jato * Dummy\ Segmento + \beta_4 CAR\ Obrigatório + \\
 & + \beta_5 CAR\ Voluntário + Controles + Erro
 \end{aligned}$$

(1)

em que **CAR_{ano}** representa o retorno anormal anual acumulado; **Dummy Citada** assume o valor 1 para as empresas citadas na operação, e 0 caso contrário; **Dummy Segmento** assume o valor 1 para as empresas que não foram citadas, mas que pertencem ao mesmo setor das empresas citadas, e 0 caso contrário; e **CAR Lava Jato**, **CAR Obrigatório** e **CAR Voluntário** representam a soma dos retornos anormais diários de cada empresa nos dias que fazem parte da janela de 01 dia circundante a eventos de operações da Lava Jato, divulgações obrigatórias e divulgações voluntárias, respectivamente.

Tal modelo permite verificar o efeito incremental da divulgação de cada tipo de evento ao retorno anormal acumulado anual. Especificamente, além da possibilidade de verificação do efeito dos retornos anormais no entorno das divulgações das fases da Lava Jato nos retornos anormais acumulados (significância e sentido dos coeficientes β_1 e β_3), a análise do R^2 ajustado em especificações que considerem e não considerem a variável **CAR Lava Jato** tem potencial para indicar a relevância incremental que as informações que nortearam as fases da Lava Jato têm para explicar variações anormais dos retornos das ações ao longo do ano. A escolha do modelo descrito em (1) segue alinhada à metodologia utilizada por Basu, McGavock e Zhang (2013).

Em linhas gerais, os resultados obtidos apontam para um efeito negativo sobre o retorno anormal acumulado no ano de ações de empresas citadas nas fases da Lava Jato, e um efeito positivo sobre o retorno anormal acumulado de ações de empresas de mesmo segmento das empresas citadas. Não obstante, verificou-se que o efeito sobre o retorno anormal anual acumulado das ações de companhias que não foram citadas na Lava Jato e que não estão listadas no mesmo segmento das empresas citadas é estatisticamente igual à zero.

Esses achados sugerem que os eventos da Operação Lava Jato, embora não tenham influenciado de forma significativa as empresas que não foram citadas e que não estão listadas no mesmo segmento de atuação de empresas citadas, tiveram efeito nos retornos de empresas afetadas direta e indiretamente pela operação. Isso se torna relevante na análise de abrangência dos impactos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil.

Especificamente, os resultados indicam que a operação reduziu o valor de mercado das empresas diretamente envolvidas com os escândalos de corrupção acima de variações que ocorreram no mercado. Tal evidência segue alinhada à Everhart, Martinez e McNab (2003), cujos achados sugerem que, na presença de corrupção, os retornos sobre os investimentos são mais difíceis de prever, o que afeta as decisões sobre os investimentos privados, com consequência negativa sobre o desenvolvimento econômico e sustentável no longo prazo.

A Figura 2 apresenta as empresas citadas nas investigações no período que abrange da primeira à trigésima sétima fases. Desse quadro, tem-se o conjunto de empresas “citadas” na operação “Lava Jato” e as respectivas fases em que houve a citação. Com base nesses dados, diferenciam-se as empresas citadas das não citadas na Operação Lava Jato.

EMPRESA	SEGMENTO BOVESPA	SEGMENTO DE LISTAGEM	CITAÇÃO LAVA JATO
BRASKEM	Materiais Básicos / Químicos / Petroquímicos	N1	14 ^a ; 35 ^a fase
JBS	Consumo não Cíclico / Alimentos Processados / Carnes e Derivados	NM	31 ^a fase
ELETRONBRAS	Utilidade Pública / Energia Elétrica / Energia Elétrica	N1	16 ^a fase
GOL	Bens Industriais / Transporte / Transporte Aéreo	N2	31 ^a fase
HYPERMARCAS	Consumo não Cíclico / Diversos / Produtos Diversos	NM	31 ^a fase
PETROBRAS	Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Petróleo. Gás e Biocombustíveis / Exploração. Refino e Distribuição	-	2 ^a ; 3 ^a ; 4 ^a ; 6 ^a ; 7 ^a ; 8 ^a ; 9 ^a ; 10 ^a ; 11 ^a ; 12 ^a ; 13 ^a ; 15 ^a ; 20 ^a ; 21 ^a ; 22 ^a ; 28 ^a ; 29 ^a ; 30 ^a ; 31 ^a ; 33 ^a ; 34 ^a ; 36 ^a ; 37 ^a fase
OI	Telecomunicações / Telecomunicações / Telecomunicações	N1	23 ^a fase
BTG Pactual	Financeiro e Outros / Serviços Financeiros Diversos / Gestão de Recursos e Investimentos	DDR3	21 ^a fase
BTG Banco	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos	-	21 ^a fase

Figura 2. Amostra de Empresas Citadas na “Lava Jato” que possuem ações negociadas na BM&F Bovespa

Fonte: Adaptado de Polícia Federal, 2016; Bovespa, 2016.

3.2 Tratamento dos dados

Com base no modelo proposto, as observações para o cálculo do CAR foram consolidadas em ações de diferentes classes e empresas no ano. A base foi inicialmente composta por 371 companhias somando 579 classes de ações, em um total de 453.412 observações diárias, no período base. Para o tratamento dos dados, foram eliminadas as empresas que não apresentavam qualquer retorno diário no período de 365 dias. Ao todo, foram excluídas 152.447 observações, restando 300.965 observações referentes a 298 empresas e 411 ações.

Foram excluídas, também, na seguinte ordem: 33.488 observações de companhias com Patrimônio Líquido negativo; 32.886 observações de companhias listadas no segmento “Finanças e Seguros” no *Econômica*; 73 observações de empresas que não possuíam dados consolidados dos controles ROA, Alavancagem Financeira, Ativo Total, Valor de Mercado, durante o período analisado. Após o tratamento e consolidação dos dados diários de retorno em dados anuais, restaram 243 empresas e 329 classes, somando 866 observações de

empresas-classe-ano no período base. As variáveis de controle foram winsorizadas a 2,5% como forma de mitigar a possível influência de *outliers* nos resultados.

3.3 Cálculo dos retornos anormais acumulados

Para o cálculo dos retornos anormais acumulados, foi utilizado o modelo estatístico ajustado ao mercado, amplamente utilizado para o cálculo de retornos anormais em estudos de evento (Brown & Warner, 1980), conforme equação (2):

$$AR_{it} = Rit - R_{mt} \quad (2)$$

em que:

AR_{it} = retorno anormal da ação i na data t

Rit = retorno da ação i na data t

R_{mt} = retorno médio de mercado na data t

Em um primeiro momento, foi calculado o retorno da ação i na data t (Rit) de todas as empresas listadas na BM&F Bovespa, em todos os dias do período base, pelo método logarítmico:

$$Rit = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right) \quad (3)$$

Posteriormente, foi calculado o retorno médio de mercado na data t (R_{mt}) pelo método Market Value-Weight Return, resultado do somatório do retorno do portfólio de mercado ponderado pelo seu respectivo peso (W_i) em reais (R\$) sobre o valor total do mercado na data t em reais (R\$). Foram desconsideradas para o cálculo as ações de empresas citadas na Operação Lava Jato.

$$R_{mt} = \sum_{i=1}^T Rit \cdot W_{it} \quad (4)$$

Para padronizar os retornos anormais dos diferentes ativos, divide-se o retorno em excesso da ação por seu desvio padrão, gerando assim um coeficiente de retorno anormal (SAR), conforme apresentado na equação (5) (McWilliams & Siegel, 1997):

$$\text{Standardized Abnormal Return: } SAR = \frac{AR_{it}}{\sigma_{it}} \quad (5)$$

em que:

σ_i = desvio padrão da ação i na data do evento, calculado sobre os 365 dias anteriores.

Por fim, calcula-se o retorno anormal acumulado da ação durante a janela do evento, pelo somatório dos retornos anormais padronizados:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T SAR_{it} \quad (6)$$

3.4 Variáveis de controle

Como variáveis de controle, optou-se por indicadores com base em informações contábeis, relevantes para os acionistas, investidores, e para o mercado (Kulmar & Sopariwala, 1992; Hitt, Hoskisson, Johnson e Moesel, 1996; Gompers, Ishii, & Metrick, 2003). São eles:

- **Rentabilidade:** Lee e Ng (2006) verificaram que o impacto da corrupção sobre o valor para os acionistas é robusto, controlado por indicadores estatisticamente significativos, como a rentabilidade histórica (ROE ou ROA);
- **Tamanho:** Fama e French (1992) verificaram que os retornos médios de empresas com baixo valor de mercado seriam maiores do que o previsto em função dos seus betas estimados;
- **Liquidez:** Para Amihud e Mendelson (1988), os investidores estão dispostos a pagar mais por ativos de maior liquidez, ao passo que esperam um maior retorno para ativos de menor liquidez;
- **Endividamento:** o grau de alavancagem financeira seria uma condição de fator de risco adicional ao beta das ações, positivamente relacionado com os retornos anormais (Bhandari, 1988);
- **Book-to-Market:** o valor contábil e o valor de mercado estão relacionados com oportunidades de crescimento, custos financeiros e lucratividade da firma (Chen & Zhao, 2006).

Variável	Análise	Fórmula
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Total do Ativo}}$
Negociações em Bolsa	Liquidez	Volume Negociado
Total do Ativo	Tamanho	Ln Ativo Total
Grau de Alavancagem Financeira	Endividamento	$\frac{\text{Lucro Líquido} / \text{Lucro Líquido}}{\text{PL} / \text{Total do Ativo}}$
Book to Marketing	Oportunidade de Crescimento	PL / Valor de Mercado

Figura 3. Quadro Resumo - Variáveis de Controle Utilizadas no Modelo

Fonte: Elaboração própria.

4 RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Com base na análise da Tabela 1, observa-se que tanto o CAR de eventos voluntários quanto o CAR de eventos da Lava Jato possuem desvio padrão aproximadamente três vezes maior do que o CAR de eventos obrigatórios. Sugere que os eventos não obrigatórios, tais como comunicados voluntários e eventos relacionados à Operação Lava Jato possam estar associados a uma maior volatilidade dos ativos listados em bolsa.

Tabela 1

Estatística Descritiva das Variáveis

A estatística descritiva das variáveis utilizadas no modelo apresentam as medidas de posição e dispersão, com informações relativas ao conjunto de ações de companhias listadas na BM&F Bovespa ativas no período base dentro dos parâmetros adotados neste trabalho.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	1º Quartil	3º Quartil
CAR_Ano	0.07	-0.01	1.10	-0.21	0.13
CAR_LavaJato	-0.00	0.00	0.31	-0.05	0.02
CAR_Obrigatório	-0.01	0.00	0.10	-0.01	0.01
CAR_Voluntário	0.02	0.00	0.34	-0.02	0.03
ROA	1.72	2.50	7.77	-1.10	5.90
Alavancagem Financeira	3.04	1.61	8.85	0.95	2.67
Liquidez	0.21	0.01	0.45	0.00	0.17
Ln(Ativo_Total)	15.10	15.24	1.73	13.89	16.25
Book-to-Market	1.59	1.05	1.55	0.54	2.09

Fonte: Elaboração própria.

Destaca-se que tanto o CAR_LavaJato quanto o CAR_Obrigatório apresentam valores médios negativos, enquanto o CAR_Voluntário apresenta, em média, valores positivos. Tais resultados apresentam evidências de que investidores penalizaram o mercado brasileiro no período de divulgação das informações da Lava Jato, e que a divulgação dos balanços contábeis das empresas esteve cercada de surpresas negativas com resultados inferiores às expectativas do mercado.

Tais análises, entretanto, não permitem verificar se a diminuição de valor das empresas durante a divulgação das fases da Lava Jato referem-se a movimentações sistêmicas ou se empresas foram afetadas de forma diferente pelas operações. Na próxima seção apresenta-se o efeito da operação para empresas direta e indiretamente envolvidas, comparadas com empresas de seguimentos que não possuem envolvimento com aquela operação.

4.2 Resultados da regressão

A Tabela 2 apresenta quatro diferentes especificações para o modelo 1, que considera o efeito da divulgação de eventos obrigatórios (CAR_Obrigatório), voluntários (CAR_Voluntário) e da Lava Jato (CAR_LavaJato) no retorno anormal acumulado anual (CAR_Ano) das empresas brasileiras. A coluna A da Tabela 3 apresenta uma especificação que considera apenas a influência de eventos obrigatórios. A coluna B passa a levar também em consideração o efeito de eventos voluntários.

Já as especificações das colunas C e D consideram igualmente a influência da Lava Jato. Especificamente, a coluna C permite verificar se a Lava Jato teve influência no mercado

brasileiro, independentemente das empresas terem sido citadas ou não. Já a especificação D segrega o efeito da Lava Jato entre as empresas citadas e aquelas que pertencem ao mesmo setor das citadas em relação às demais empresas que não têm qualquer relação.

Os resultados das estimações da especificação A mostram que o coeficiente da variável CAR_Obrigatório é significativo a 95% de confiança. Tais evidências sugerem que as divulgações obrigatórias trazem informações relevantes que são precificadas pelo mercado também no caso brasileiro. O R^2 do modelo constante na especificação A, entretanto, foi de apenas 1,28%, o que sugere que outros eventos possam ter relevância informacional para explicar variações no retorno anormal acumulado anual da empresa. Tal resultado corrobora evidências apresentadas em Ball e Shivakumar (2008), cujos resultados apontam para uma presença discreta de novas informações durante a divulgação dos balanços trimestrais.

Considerando-se, na especificação B, os eventos de divulgação voluntária, observa-se um coeficiente significativo para o CAR_Voluntário a 99% de confiança, bem como um aumento do R^2 para 5,86%. Tal resultado possui duas interpretações: i) tal como em Ball e Shivakumar (2008), a significância do coeficiente e o aumento do poder explicativo do modelo indicam que os eventos voluntários trazem novas informações para o mercado brasileiro, que permitem explicar melhor as variações dos retornos anormais acumulados anualmente; ii) entretanto, embora o R^2 tenha aumentado, o valor de 5,86% segue alinhado ao de Basu *et al.* (2013), quando é considerada a amostra completa tanto de empresas que fizeram quanto de empresas que não fizeram divulgações voluntárias anualmente. Nesse caso, percebe-se que o poder explicativo, embora maior, ainda sugere a existência de outras informações que consideravelmente têm potencial para explicar variações do retorno anormal anual das empresas.

As especificações constantes nos Painéis C e D apresentam evidências de que, no caso brasileiro, a Lava Jato é uma dessas fontes de grande relevância informacional. Note-se que o coeficiente da variável CAR_LavaJato foi significativo a 99% de confiança na especificação C, o que sugere que a Lava Jato influenciou o retorno das ações do mercado. Além disso, o R^2 obtido de 25,67%, valor consideravelmente maior que o da regressão anterior (5,86%), indica que a Lava Jato impactou de forma relevante o mercado brasileiro.

Segregando-se tal efeito entre empresas citadas e empresas do mesmo segmento em relação àquelas sem vínculo com a operação, conforme especificação D, percebe-se que o conteúdo informacional da Lava Jato é significativo apenas para as empresas envolvidas na operação de forma direta e para as empresas não envolvidas diretamente, mas pertencentes aos setores afetados pela operação. Observa-se, nesse caso, que o coeficiente das empresas sem envolvimento (0.3009) não foi significativo, e que o coeficiente das empresas citadas (-3.6922) e das que pertencem ao mesmo setor (1.3408) foram significativos a 95% e 99% de confiança, respectivamente.

O coeficiente negativo referente à interação CAR_LavaJato*DummyCitadas evidencia o custo gerado pela operação Lava Jato às empresas diretamente envolvidas nos escândalos de corrupção. Tais resultados indicam que a operação reduziu o valor de mercado dessas empresas acima de variações que ocorreram no mercado, o que segue alinhado a Macnab (2003), cujos resultados sugerem que, na presença de corrupção, os retornos sobre os investimentos são mais difíceis de prever. O resultado afetou as decisões sobre os investimentos privados, com consequência negativa sobre o desenvolvimento econômico e sustentável em longo prazo.

Analisando-se as empresas indiretamente envolvidas por meio da interação CAR_LavaJato*DummySegmento, verifica-se um resultado oposto das empresas citadas diretamente. Especificamente, as informações contidas na Lava Jato influenciaram de forma positiva o retorno anormal das empresas não envolvidas, mas pertencentes ao segmento de empresas com envolvimento direto. Tal resultado corrobora evidências da literatura de que a corrupção tende a ser um obstáculo à concorrência, uma vez que o estabelecimento de contratos mediante interferências políticas e fraudes em licitações públicas impõe às demais empresas do mercado uma desvantagem competitiva, dado que produtos e serviços passam a ser adquiridos das empresas corruptoras a despeito do melhor custo-benefício (Lambsdorff, 2003). Nesse caso, a divulgação de operações anticorrupção contribui para a redução de discrepâncias de precificação inerentes à corrupção praticada pelas empresas envolvidas nas

respectivas operações. Tal ajuste de precificação pode estar associado à correção feita pelo mercado mediante os prejuízos trazidos pela concorrência desleal à competitividade.

Tabela 2

Efeito da Operação Lava Jato no Retorno de Empresas com e sem Envolvimento

Esta tabela apresenta os resultados do modelo

$$CAR_{ano} = \beta_0 + \beta_1 CAR \text{ Lava Jato} + \beta_2 CAR \text{ Lava Jato} * \text{Dummy Citada} + \beta_3 CAR \text{ Lava Jato} * \text{Dummy Segmento} + \beta_4 CAR \text{ Obrigatório} + \beta_5 CAR \text{ Voluntário} + \text{Controles} + \text{Erro}$$

(1)

Foram utilizadas as variáveis Dummy Citada e Dummy Segmento para destacar os efeitos dos eventos da Lava Jato nos retornos anormais acumulados das empresas citadas ($CAR_LavaJato * DummyCitadas$) e nos retornos anormais acumulados das empresas do mesmo segmento das citadas ($CAR_LavaJato * DummySegmento$).

Variável	Especificações							
	A		B		C		D	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
CAR_Obrigatório	.9527	0.027	1.3183	0.001	1.3009	0.001	1.5125	0.000
CAR_Voluntário			.8385	0.000	1.1187	0.000	1.1861	0.000
CAR_LavaJato					1.1472	0.000	.3009	0.132
CAR_LavaJato*DummyCitadas							-3.6922	0.035
CAR_LavaJato*DummySegmento							1.3408	0.000
ROA	-.0046	0.554	-.0047	0.529	-.0053	0.444	-.00764	0.260
Alavancagem Financeira	.0079	0.089	.0062	0.161	.0038	0.357	.00392	0.329
Liquidez	.2994	0.427	.0694	0.847	-.1446	0.666	.0126	0.969
Ln(Ativo Total)	-.2779	0.389	-.2388	0.437	-.0000	1.000	-.0330	0.906
Book-to-Market	-.1333	0.010	-.1250	0.011	-.0801	0.080	-.1292	0.005
	R-sq: overall		0.0128		0.0586		0.2567	
			0.2565					

Fonte: Elaboração própria.

Em relação aos controles, observa-se que, em todas as regressões, a variável Book to Market (BtM) apresenta coeficiente estatisticamente positivo. Indica relevância explicativa sobre a variável dependente, a um nível de 90% de confiança, o que corrobora o modelo proposto por Ohlson (1995), que relaciona o BtM aos retornos anormais acumulados, e por Chen e Zhao (2006), que relaciona o indicador à possibilidade de crescimento e lucratividade da firma, conseqüentemente ao seu valor de mercado. Na regressão A, a variável de controle Alavancagem Financeira também apresentou coeficiente positivo estatisticamente significativo a 90% de confiança para explicar os retornos anormais acumulados, provendo indícios de sua capacidade explicativa sobre retornos anormais. As demais variáveis de controle não apresentaram resultados estatisticamente significativos em qualquer das regressões. Sugere que não possuem influência sobre a variável dependente do modelo.

4.3 Análise de sensibilidade

No geral, os resultados do modelo proposto indicam que os eventos da Operação Lava Jato, embora não tenham influenciado de forma significativa as empresas que não estão listadas no mesmo segmento de atuação de empresas citadas, tiveram efeito nos retornos de empresas afetadas direta e indiretamente pela operação. Não fica claro, entretanto, se os efeitos obtidos referem-se a diferenças pré-existentes entre os grupos analisados ou se de fato são efeitos associados aos desdobramentos da operação.

Com o objetivo de verificar se empresas citadas já apresentavam diferenças de retornos em relação a empresas com nenhuma relação com a Lava Jato, mesmo antes do início das operações, realizou-se testes t de diferença de médias que comparam as médias das variáveis de controle e variáveis CAR levando-se em consideração dados de 2013 de empresas citadas na Lava Jato (Citadas) com o grupo de empresas que não foram citadas e não pertencem ao setor das citadas (Nenhuma Relação).

Comparando-se as empresas citadas com as empresas sem relação com a Lava Jato em termos de retornos anormais acumulados, verifica-se, conforme painel B da tabela 2, que não há diferenças estatisticamente significativas entre as médias de retorno anormal tanto no âmbito do conjunto total de informações anual (CAR_Ano) quanto para informações obrigatórias ($CAR_Obrigatório$) e voluntárias ($CAR_Voluntário$). Tais resultados são importantes na medida em que indicam que, em termos de retorno e conteúdo informacional, os grupos de empresas analisados não eram diferentes no período anterior à Lava Jato.

Além disso, conforme apontado pelo painel A da tabela 3, com relação às variáveis de controle Liquidez em Bolsa e Ativo Total, o teste de diferença das médias apresentou

coeficiente significativo a um nível de 99% de confiança, o que indica a existência de diferenças estatisticamente significativas para esses dois indicadores entre as empresas Citadas e Não Citadas na Operação Lava Jato. Dessa forma, verifica-se que em média a Liquidez em Bolsa e Ativo Total das empresas citadas eram superiores aos das empresas não citadas na Operação Lava Jato.

Tais resultados indicam que, no geral, as empresas citadas na “Lava Jato” são aquelas que em média já possuíam maior liquidez e maior tamanho (ativo total) no período anterior ao início da operação. Como o modelo utilizado em (1) busca capturar a relevância informacional que janelas em torno das fases Lava-Jato possuem para explicar o retorno anormal anual, verifica-se uma menor sensibilidade dos coeficientes do modelo utilizado (referentes a janelas de 3 dias) em relação a variações de tamanho e liquidez das empresas (variações anuais). Entretanto, tal resultado ressalta a importância de se controlar por tamanho e liquidez em modelos de *valuation* que envolvam corrupção em empresas brasileiras. Para as variáveis ROA, Alavancagem Financeira e *Book to Market*, não foram observadas diferenças estatisticamente significativas entre os grupos de empresas citadas e não citadas em período anterior ao início da operação “Java Jato”.

Tabela 3

Teste de Diferença de Médias entre as empresas Citadas e empresas com Nenhuma Relação com a Lava Jato

O painel apresenta os testes de diferença de médias entre as empresas sem relação com a “Lava Jato” e as empresas citadas na operação. Buscou-se avaliar se existem diferenças iniciais significativas entre estes dois grupos, independente dos eventos da Operação Lava Jato. Para tanto, comparou-se as ações de empresas utilizando os dados do consolidado de 2013, período imediatamente anterior ao período de início da Operação Lava Jato, considerando-se tanto as variáveis de controle (Painel A), quanto informações referentes às divulgações obrigatórias e voluntárias (Painel B).

Painel A: Comparação das empresas citadas e sem relação com a Lava Jato com relação às variáveis de controle no ano de 2013.

Variável	Nenhuma Relação		Citadas		Dif. de Médias	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	A-B	P-Valor
ROA	1.245	17.467	-0.2	3.834	-0.755	0.827
Alavancagem Fin.	2.535	4.613	1.117	1.528	1.007	0.418
Liquidez	0.192	0.334	0.622	0.486	-0.43	0.0012
Ln(Ativo Total)	14.851	1.530	17.688	1.048	-2,837	0.000
Book to Mkt	0.866	0.823	1.362	1.207	-0,496	0.125

Painel B: Comparação das empresas citadas e sem relação com a Lava Jato com relação CARs no ano e em torno das janelas de eventos obrigatórios e voluntários em 2013.

Variável	Nenhuma Relação		Citadas		Dif. de Médias	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	A-B	P-Valor
CAR_Ano	0.0363	1.052	-0.0154	0.2442	0.0517	0.785
CAR_Obrigatório	-0.0133	0.1293	-0.0110	0.0543	-0.0022	0.923
CAR_Voluntário	0.0123	0.3099	-0.0630	0.3607	0.0754	0.200

Fonte: Elaboração própria.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo identificar quais são os efeitos causados pela divulgação de eventos de corrupção sobre o valor de mercado das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira. Os resultados da pesquisa apontam que os eventos relacionados à corrupção, divulgados pela Operação Lava Jato, possuem maior relevância informacional para explicar variações do retorno anormal acumulado anual das companhias listadas na bolsa brasileira do que eventos de divulgação obrigatória (eventos de natureza contábil e financeira) e eventos de divulgação voluntária.

Adicionalmente, os resultados apontam para um efeito negativo sobre o retorno anormal acumulado no ano de ações de empresas citadas nas fases da Lava Jato, e um efeito positivo sobre o retorno anormal acumulado de ações de empresas de mesmo segmento das empresas citadas. Não obstante, verificou-se que o efeito sobre o retorno anormal anual acumulado das ações de companhias que não foram citadas na Lava Jato e que não estão listadas no mesmo segmento das empresas citadas é estatisticamente igual a zero. Esses achados sugerem que

os eventos da Operação Lava Jato, embora não tenham influenciado de forma significativa as empresas que não foram citadas e que não estão listadas no mesmo segmento de atuação das citadas, tiveram efeito nos retornos de empresas afetadas direta e indiretamente pela operação.

Especificamente, os resultados indicam que a operação reduziu o valor de mercado das empresas diretamente envolvidas com os escândalos de corrupção acima de variações que ocorreram no mercado. Tal evidência segue alinhada a Macnab (2003), cujos achados sugerem que, na presença de corrupção, os retornos sobre os investimentos são mais difíceis de prever, o que afeta as decisões sobre os investimentos privados, com consequência negativa sobre o desenvolvimento econômico e sustentável no longo prazo.

Analisando-se as empresas indiretamente envolvidas, verifica-se um resultado oposto das empresas citadas diretamente. Especificamente, as informações contidas na Lava Jato influenciaram de forma positiva o retorno anormal das empresas não envolvidas, mas pertencentes ao mesmo segmento. Tal resultado corrobora evidências da literatura de que a corrupção tende a ser um obstáculo à concorrência, uma vez que proporciona favorecimento e oportunidades às empresas corruptoras, como o estabelecimento de contratos mediante fraude em licitações públicas, em que produtos e serviços são adquiridos a despeito do melhor custo-benefício (Lambsdorff, 2003),

Esses achados sugerem que os eventos da Operação Lava Jato, embora não tenham influenciado de forma significativa as empresas que não foram citadas e que não estão listadas no mesmo segmento de atuação de empresas citadas, tiveram efeito nos retornos de empresas afetadas direta e indiretamente pela operação. Isso se torna relevante na análise de abrangência dos impactos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil.

No geral, os resultados em parte sustentam a hipótese “*Grease on the Wheels*” de Méon e Weill (2010) e acendem um alerta para o cenário brasileiro. Os resultados de Méon e Weill (2010) indicam que, em média, em países com deterioração do contexto institucional, há indícios da existência de benefícios marginais da corrupção. A redução do valor de mercado de empresas diretamente citadas e o aumento do valor de mercado das empresas envolvidas indiretamente pode estar refletindo um desequilíbrio competitivo do mercado, no qual empresas que se envolvem em esquemas de corrupção passam a ter vantagem competitiva em relação às demais empresas do mesmo segmento.

No equilíbrio, entretanto, verifica-se que a economia sempre se encontra em uma situação mais fragilizada na presença da corrupção. O fortalecimento das instituições, do ambiente político-econômico e o estabelecimento de punições legais apropriadas a crimes de corrupção, são, portanto, fundamentais para que não sejam criados incentivos perversos aos agentes da economia.

Como contribuição, este trabalho evidencia empiricamente os efeitos da divulgação da corrupção sobre o mercado de ações brasileiro a partir de contratos fraudulentos estabelecidos entre esferas do setor público e a iniciativa privada. Os resultados são ainda mais relevantes por analisar um cenário específico em que se tem uma grande investigação contra crimes de corrupção em curso (Operação Lava Jato), que proporciona uma gama de informações e dados de corrupção verificada por meio de fatos que se tornam públicos. Além disso, este estudo se diferencia dos demais trabalhos ao analisar o efeito da divulgação de eventos de corrupção no valor de mercado tanto sobre empresas diretamente envolvidas como sobre empresas com envolvimento indireto via competitividade de mercado.

Em termos práticos, o trabalho indica que o combate à corrupção e a divulgação de fatos apurados pela Operação Lava Jato resultou em perda de valor de mercado para as companhias citadas, e em ganho de valor de mercado para as empresas do mesmo segmento de companhias citadas. Em outras palavras, a divulgação de operações anticorrupção contribui para a redução de discrepâncias de precificação inerentes à corrupção praticada pelas empresas envolvidas nas respectivas operações. Tal ajuste de precificação pode estar associado à correção feita pelo mercado mediante os prejuízos trazidos pela concorrência desleal à competitividade.

Este estudo apresenta algumas limitações: (i) as empresas não citadas podem apresentar outros mecanismos de melhoria dos retornos, que não são possíveis de identificação a partir da base de dados utilizada; (ii) Além disso, empresas que não foram

citadas também podem estar envolvidas em esquemas de corrupção. Nesse caso, sugere-se que outros métodos sejam utilizados para eliminar possíveis problemas de especificação, tais como um *matching* ou a utilização de outro tipo de evento de corrupção.

REFERÊNCIAS

- Acemoglu, D., & Verdier, T. (1998). Property rights, corruption and the allocation of talent: a general equilibrium approach. *The economic journal*, 108(450), 1381-1403.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1988). Liquidity and asset prices: Financial management implications. *Financial Management*, 5-15.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2008). How much new information is there in earnings?. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 975-1016.
- Basu, K., McGavock, T., & Zhang, B. (2013). When competition corrupts: a theoretical analysis of market structure and the incidence of corruption.
- Bhandari, L. C. (1988). Debt/equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence. *The journal of finance*, 43(2), 507-528.
- Blackburn, K., Bose, N., & Haque, M. E. (2005). Public expenditures, bureaucratic corruption and economic development. *Centre for Growth and Business Cycle Research Discussion Paper Series*, 53(13), 417-58.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258.
- Brudney, V. (1985). Corporate governance, agency costs, and the rhetoric of contract. *Columbia Law Review*, 1403-1444.
- Chen, L. & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*, 3(4), 253-266.
- Delavallade, C. (2006). Corruption and distribution of public spending in developing countries. *Journal of economics and finance*, 30(2), 222-239.
- Ehrlich, I., & Lui, F. T. (1999). Bureaucratic corruption and endogenous economic growth. *Journal of Political Economy*, 107(S6), S270-S293.
- Everhart, S. S., Martinez-Vazquez, J., J., & McNab, R. M. (2003). Corruption, Investment, and Growth in Developing Countries. *Annual Conference on Taxation and Minutes of the Annual Meeting of the National Tax Association* (Vol. 96, pp. 84-90).
- Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *the Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fisman, R. & Svensson, J. (2007). Are corruption and taxation really harmful to growth? Firm level evidence. *Journal of development economics*, 83(1), 63-75.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.

- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1996). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of management journal*, 39(5), 1084-1119.
- Ionescu, L. (2014). The adverse effects of corruption on growth and development. *Economics, Management and Financial Markets*, 9(4), 125.
- Kolari, J. W., & Pynnönen, S. (2010). Event study testing with cross-sectional correlation of abnormal returns. *The Review of financial studies*, 23(11), 3996-4025.
- Lambsdorff, J. G. (2003). How corruption affects productivity. *Kyklos*, 56(4), 457-474.
- Lee, Charles M.C. and Ng, David T (2006). Corruption and International Valuation: Does Virtue Pay? *Johnson School Research Paper No. 41-06*.
- Mauro, M. P. (1996). *The Effects of Corruption on Growth, Investment, and Government Expenditure*.
- Mauro, M. P. (1997). *Why worry about corruption?* (Vol. 6). International Monetary Fund.
- McWilliams, A. & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of management journal*, 40(3), 626-657.
- Méon, P. G. & Sekkat, K. (2005). Does corruption grease or sand the wheels of growth?. *Public choice*, 122(1-2), 69-97.
- Méon, P. G. & Weill, L. (2010). Is corruption an efficient grease?. *World development*, 38(3), 244-259.
- Mo, Pak-Hung (2001). Corruption and economic growth. *Journal of comparative economics*, 29(1), 66-79.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- O'Toole, C. M. & Tarp, F. (2014). Corruption and the efficiency of capital investment in developing countries. *Journal of International Development*, 26(5), 567-597.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155.
- Wang, Y. & You, J. (2012). Corruption and firm growth: Evidence from China. *China Economic Review*, 23(2), 415-433.
- Polícia Federal. *Fases da Operação Lava Jato*. Recuperado em 30 julho, 2016, em <http://www.pf.gov.br/imprensa/lava-jato/fases-da-operacao-lava-jato-1>
- BOVESPA (2016). *Empresas listadas*. Recuperado em 15 agosto, 2016, em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.html

INCENTIVOS FISCAIS COMO POLÍTICA PÚBLICA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DOS EFEITOS ECONÔMICOS DA CONCESSÃO DE CRÉDITO PRESUMIDO DE ICMS PARA AS INDÚSTRIAS TÊXTEIS DO ESTADO DE SANTA CATARINA

TAX INCENTIVES AS PUBLIC POLICY OF INDUSTRIAL DEVELOPMENT: AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE ECONOMIC EFFECTS OF THE ICMS PRESUMED CREDIT CONCESSION FOR TEXTILE INDUSTRIES OF STATE OF SANTA CATARINA

JULIO CESAR FAZOLI

Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). **Endereço:** Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n | Trindade | 88040-900 | Florianópolis/SC | Brasil.
E-mail: j.fazoli@gmail.com

FABRÍCIA DA SILVA ROSA

Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina. Professora do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). **Endereço:** Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n | Trindade | 88040-900 | Florianópolis/SC | Brasil.
E-mail: fabricia.rosa@ufsc.br

LEONARDO FLACH

Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). **Endereço:** Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n | Trindade | 88040-900 | Florianópolis/SC | Brasil.
E-mail: leonardo.flach@ufsc.br

LUIZ FELIPE FERREIRA

Doutor em Engenharia Ambiental pela Universidade Federal de Santa Catarina. Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). **Endereço:** Campus Reitor João David Ferreira Lima, s/n | Trindade | 88040-900 | Florianópolis/SC | Brasil.
E-mail: luiz.felipe@ufsc.br

RESUMO

No Brasil, a competição tributária entre os governos estaduais para atração de investimentos privados não é algo novo. Segundo os estados participantes, tais medidas permitiriam o desenvolvimento econômico de suas regiões, com a geração de renda e emprego, além do significativo aumento do valor adicionado ao longo das cadeias produtivas, devido à maior transformação industrial. O presente trabalho tem como objetivo verificar o comportamento do valor adicionado, gerado por empresas do setor têxtil antes e após a adoção da política pública, considerando os efeitos dos incentivos fiscais como ferramenta indutora de

Artigo apresentado no VII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2016, 28 e 29 de outubro de 2016, Rio de Janeiro, RJ.

Submissão em 12/07/2017. Revisão em 20/10/2017. Aceito em 12/07/2018.

crescimento econômico da cadeia têxtil do Estado. O presente trabalho buscou contribuir para o tema, ao analisar o comportamento do valor adicionado, gerado por 11.272 estabelecimentos catarinenses que atuam no setor têxtil. Foram levantadas as informações mensais referentes ao valor agregado no período de 2006 a 2010, totalizando 60 meses. Para verificação do comportamento do valor agregado das indústrias têxteis antes e após a instituição do incentivo fiscal de ICMS, foi utilizado o modelo longitudinal de regressão para dados em painel, conhecido por “diferenças em diferenças” (*diff-in-diff*). Os resultados apontam uma queda de 32,89% no valor adicionado real, gerado pelas empresas do setor após a instituição do crédito presumido de ICMS. Ademais, enquanto se verificou um incremento de 105% na taxa mensal de crescimento do valor agregado nas empresas beneficiadas, houve uma queda de 53,30% para as empresas que não obtiveram o mesmo tratamento, o que demonstra um processo de migração de mercados, provavelmente em função da concorrência desleal gerada pelo incentivo fiscal.

Palavras-chave: Incentivos fiscais. Guerra fiscal. Desenvolvimento econômico. ICMS.

ABSTRACT

*In Brazil, the tax competition among state governments to attract private investment is not something new. According to the participating states, such measures would allow the economic development of their regions, generating income and employment, in addition to the significant increase in the value added along the supply chains due to increased industrial processing. This study sought to contribute to the topic, analyzing the behavior of value added generated by 11.272 Santa Catarina establishments operating in the textile sector. Were collected the value added informations between the years of 2006 and 2010, resulting in 60 months. To verifying the behavior of textile industries's value added before and after of tax incentive it was used the panel data model known as “difference in differences” (*diff-in-diff*). The results show a fall of 32.89% in real value added generated by companies in the sector after the establishment of the ICMS presumed credit. Moreover, while there was an increase of 105% in the monthly rate of growth of value added to the beneficiary companies, there was a fall by 53.30% for the companies not granted the same treatment, which shows a process of migration markets, probably due to the unfair competition generated by the tax incentive.*

Keywords: Tax incentives. Tax War. Economic development. ICMS.

1 INTRODUÇÃO

A concorrência entre os governos estaduais e locais para atrair empresas pode ser classificada como o processo que visa qualificar economicamente regiões ou sub-regiões específicas, mediante processo implícito ou explícito de disputa com outras regiões (Cheshire & Gordon, 1998; Rodrigues-Pose & Arbix, 1999). Tal movimento proativo tem atraído o interesse de contadores, economistas, legisladores e formuladores de políticas públicas, sobretudo em países emergentes (Tanzi & Zee, 2000; Lee, 2008).

No Brasil, como em outros países fortemente marcados por heterogeneidade regional, as políticas proativas de atração de investimento privado são antigas, com vestígios que remontam à década de 50 (Prado, 1999; Dulci, 2002). Contudo, como ressalta Ibanez (2005), até a primeira parte da década de 90, as disputas entre governos subnacionais ocorriam em pequenas proporções, sem grandes consequências para seus participantes.

Ao longo da década de 80, verificou-se um esgotamento do padrão de financiamento do setor público vigente até a década anterior, o que comprometeu a capacidade de o governo federal executar políticas de desenvolvimento regional, especialmente por meio de empresa estatais (Prado, 1999; Dulci, 2002; Oliveira, Dias, & Tabosa, 2014). Ademais, as políticas de desconcentração econômica, amplamente utilizadas durante a década de 70 (SUDAM, SUDENE, Zona Franca de Manaus, entre outras), foram progressivamente abandonadas a partir da década de 80. Acentuou, ainda mais, as graves desigualdades entre as regiões brasileiras (Suzigan & Furtado, 2006; Macedo & Angelis, 2013).

No cenário econômico, com a abertura da economia brasileira no início dos anos 90, houve um fluxo crescente de capitais internacionais em busca de oportunidades de investimento no país (Dulci, 2002). Ao mesmo tempo, a ordem constitucional de 1988 trouxe um novo modelo de descentralização política e institucional, com significativo deslocamento de poder em favor de estados e municípios, o que acarretou um aumento significativo nas despesas correntes dos governos subnacionais (Melo, 1996; Perobelli & Piancastelli, 1996; Dulci, 2002; Oliveira *et al.*, 2014).

Desse modo, buscando intervir decisivamente em sua trajetória de desenvolvimento, as unidades Federativas promoveram uma competição por investimentos privados, movimento esse classificado como “*Guerra Fiscal*” (Nascimento, Camara, & Godoy, 2002; Nascimento, 2009). As justificativas levantadas pelos estados participantes são que tais medidas permitiriam o desenvolvimento econômico de suas regiões, coma geração de renda e emprego, além do significativo aumento do valor adicionado ao longo das cadeias produtivas devido a uma maior transformação industrial no estado, preenchendo o vazio deixado pelo governo federal em instituir medidas desenvolvimentistas nas diversas regiões do país (Perobelli & Piancastelli, 1996; Nascimento *et al.*, 2002; Dulci, 2002; Nascimento, 2009; Oliveira *et al.*, 2014).

Dentro desse cenário competitivo, desde 2008, com a publicação do Decreto nº 1.669/2008, o Estado de Santa Catarina assegura políticas de incentivos fiscais para os segmentos têxteis e de confecção. Busca fomentar a competitividade do setor e aumentar o valor adicionado ao longo da cadeia produtiva, por meio da promoção da transformação industrial têxtil em território catarinense. Esses segmentos, em conjunto, empregam 166 mil pessoas no estado. Representam 20% dos trabalhadores do setor em território brasileiro e 27% da indústria da transformação estadual (Federação das Indústrias de Santa Catarina [FIESC], 2014).

Não obstante, conforme Tanzi (2000) e Chirinko e Wilson (2008), mesmo que se verifique incremento econômico nos investimentos beneficiados, deve-se indagar se esse aumento de fato advém das políticas de incentivos fiscais adotadas. É justamente essa a reflexão que o presente trabalho pretende fazer. Dessa forma, com o objetivo de contribuir para a compreensão do tema, sobretudo no que diz respeito às políticas de concessão de incentivos fiscais utilizadas pelo Estado de Santa Catarina, surge a seguinte pergunta de pesquisa: *A concessão de crédito presumido de ICMS pelo Estado de Santa Catarina é um instrumento efetivo para a geração de valor agregado à cadeia produtiva têxtil catarinense?*

Como objetivo geral, pretende-se verificar o comportamento do valor adicionado, gerado por empresas do setor têxtil antes e após a adoção da política pública, considerando os efeitos dos incentivos fiscais como ferramenta indutora de crescimento econômico da cadeia têxtil do Estado.

A escolha do tema “incentivos fiscais e desenvolvimento regional” decorre da atual relevância do assunto no Brasil. Ademais, conforme destacam Stark e Wilson (2006), em que pese a importância do tema como ferramenta de orientação ou reorientação de políticas públicas, surpreendentemente poucos estudos empíricos têm abordado essa questão com a atenção merecida. Não obstante, devido ao desconforto institucional gerado entre seus protagonistas, o tema tem produzido argumentos parciais e eminentemente fiscalistas, prejudicando a necessária compreensão do tema (Amaral, 2010).

Verifica-se que não há consenso sobre os verdadeiros efeitos sociais e econômicos dos incentivos fiscais no Brasil. Autores como Nascimento *et al.* (2002), Carvalho e Oliveira (2003), Oliveira e Dias (2011), Cardozo (2013) e Oliveira *et al.* (2014) constataram que os incentivos fiscais não foram suficientes para promover uma dinamização nas regiões beneficiadas. Por outro lado, autores como Luca e Lima (2007) e Nascimento (2009) constataram que incentivos fiscais contribuíram positivamente para o desenvolvimento econômico das regiões. Trouxeram impactos significativos para os estados considerados menos desenvolvidos. Por fim, há que se destacar os trabalhos de Ferreira e Oliveira (2009), Lima e Lima (2010) e Mello e Armange (2014). Os autores verificaram apenas impactos parciais na economia. Ressaltaram que tais políticas, por si só, não seriam suficientes para garantir a redução das desigualdades econômicas regionais.

Com base nessa lacuna de pesquisa, o presente trabalho busca contribuir para o tema, ao analisar a efetividade da concessão de incentivo fiscal ao setor têxtil catarinense na promoção do crescimento uniforme da economia do estado.

Este trabalho é segmentado em seis seções: Introdução, Referencial Teórico, Metodologia, Análise dos Dados, Análise dos Resultados e Conclusão. No Referencial Teórico é feita uma explanação sobre o assunto, destacados a competição entre os governos subnacionais, suas origens e, por fim, os trabalhos nacionais e internacionais que buscaram analisar o tema. A terceira parte é dedicada ao método adotado no presente trabalho. Detalha quais informações e modelos estatísticos foram utilizados para a obtenção dos resultados. A quarta e quinta seções são, respectivamente, destinadas às análises dos dados e dos resultados obtidos. Finalmente, a sexta e última seção destinam-se às conclusões sobre o trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os incentivos fiscais figuram como medidas que buscam excluir, total ou parcialmente, o crédito tributário, aplicadas com a finalidade de desenvolver economicamente uma determinada região, ou um determinado setor de atividade (Calderaro, 1973). Gadelha (2010) explica que, em sentido mais amplo, os incentivos fiscais seriam instrumentos de intervenção no domínio econômico, a fim de que o estado possa concretizar vetores e valores que nortearam suas políticas públicas.

Assim, dentro do papel indutor do estado na economia, as políticas de incentivos fiscais ganham relevância, pois possibilitam aos gestores públicos direcionar a atuação e o comportamento dos agentes econômicos para fins específicos, buscando reduzir desigualdades sociais e econômicas, bem como promover bem-estar à população, fenômeno classificado como extrafiscalidade tributária (Cavalcanti, 1997; Grau, 2006; Avi-Yonah, 2008; Alexandre, 2008; Giambiagi & Além, 2008; Papadopoul, 2009; Assunção, 2011).

O tributo possui uma finalidade extrafiscal quando tem por objetivo intervir em uma determinada situação social e econômica. Como exemplos, há os impostos de importação e exportação. Tais impostos visam o controle do comércio internacional brasileiro, e podem inclusive servir de barreira protetora da economia nacional, bem como estimular a importação ou exportação de determinada espécie de bem (Alexandre, 2008).

A extrafiscalidade ocorre quando o legislador, em nome do interesse social, aumenta ou diminui as alíquotas e/ou as bases de cálculo dos tributos, no intuito de induzir os contribuintes a fazer ou a deixar de fazer determinado ato. A extrafiscalidade nem sempre causa perdas de numerário. Ela pode aumentá-lo, por exemplo, quando se exacerba a tributação sobre o consumo de cigarros (Carrazza, 2002).

Em que pese o fato de ser pacífico entre os autores o viés desenvolvimentista dos incentivos fiscais, não se verifica a mesma situação para definir suas espécies (Formigoni, 2008). A título de exemplo, autores como Elali (2007), Formigoni (2008) e Assunção (2011) classificam o diferimento como benefício fiscal, quando, na realidade, trata-se de hipótese na qual, simplesmente, a responsabilidade de recolhimento recai sobre pessoa diversa daquela que possui relação pessoal e direta com o fato gerador do tributo (Alexandre, 2008).

Dessa forma, parte-se da premissa de que os incentivos fiscais têm como objetivo a supressão ou a redução, total ou parcial, do ônus tributário de determinados contribuintes ou setores (Calderaro, 1973; Elali, 2007). Cabe ressaltar que os incentivos fiscais são desonerações tributárias concedidas anteriormente à ocorrência do fato gerador do tributo, o que, na prática, impede que a autoridade fiscal constitua, a princípio, a parcela referente à renúncia tributária. Caso a desoneração seja concedida sobre tributo já constituído, tratar-se-á de remissão, hipótese que se configura como extinção do crédito tributário (art. 156, IV, do Código Tributário Nacional).

Contudo, para Rodrigues e Freitas (2005), o viés indutor da extrafiscalidade tributária pode trazer efeitos negativos para a própria sociedade, especialmente quando se verifica um verdadeiro “*entreguismo*” dos recursos públicos em favor de elites econômicas. Ainda, segundo autores como Varsano (1996), Prado (1999) e Rodrigues e Freitas (2005), no plano prático, a pretexto da busca pelo desenvolvimento social, verifica-se que a liberdade conferida ao gestor

para dispor sobre desonerações tributárias acaba por se tornar uma ferramenta de competição entre regiões e municípios, fomentando um processo de migração de empresas e empregos de uma unidade federada para outra, normalmente em busca de ganhos tributários (Varsano, 1996; Prado, 1999; Dulci, 2002; Rodrigues & Freitas, 2005). Essa competição por investimentos privados pelos estados brasileiros mediante incentivos fiscais é conhecida como “*Guerra Fiscal*” (Nascimento *et al.*, 2002; Nascimento, 2009).

Dulci (2002) destaca que, no Brasil, a “*Guerra Fiscal*” decorre de fatores políticos e econômicos que surgiram, um após o outro, a partir da década de 80. Nesse sentido, ainda vale ressaltar que autores como Prado (1999), Varsano (1996) e Perobelli & Piancastelli (1996) vão além. Destacam que o modelo de tributação estadual sobre o valor agregado (o atual ICMS) contribuiu sobremaneira para a competição. Assim, dentro do contexto brasileiro, pode-se dizer que a “*Guerra Fiscal*” possui três alicerces básicos: o Jurídico-tributário; o Político-administrativo; e, por fim, o Econômico. Segundo os agentes envolvidos, o plano de fundo para tais medidas seria único: preencher o vazio deixado pelo governo central em promover políticas de desenvolvimento regional nas diversas regiões do país (Prado & Cavalcanti, 2000; Ibanez, 2005; Dulci, 2002).

2.1 Os alicerces da “*Guerra Fiscal*” no Brasil

Dentro de uma Federação, os dispositivos constitucionais e legais do sistema tributário exercem papel fundamental na coexistência harmônica entre os governos subnacionais (Prado, 1999). O modelo brasileiro de tributação sobre o valor agregado se mantém inalterado desde suas origens, tornando-se o principal fator para a sustentação da “*Guerra Fiscal*” entre os Estados brasileiros (Perobelli & Piancastelli, 1996; Varsano, 1996; Prado, 1999).

Com a publicação da Emenda Constitucional nº 18, em 1965, houve uma significativa mudança no sistema tributário nacional, o que permitiu ao Brasil dispor de um sistema tributário racional, livre de incidências em cascata e com uniformidade de alíquotas, essa última imposta pelo Senado Federal (Perobelli & Piancastelli, 1996). Apesar das significativas alterações, o então novo ICM trouxe em sua base o princípio da origem, no qual se busca tributar mercadorias ou bens no local de produção em detrimento da localidade em que os mesmos serão de fato consumidos. Esse modelo permitiu, desde então, uma ampla possibilidade de negociação entre empresas investidoras e estado produtor, na medida em que caberia a esse último o tributo devido nas operações (Perobelli & Piancastelli, 1996; Varsano, 1996; Prado, 1999; Lima & Lima, 2010).

Com a publicação da Constituição Federal de 1988, o problema se agravou de forma considerável. A nova Ordem Constitucional trouxe uma ferramenta de competição aos governos estaduais: a possibilidade de fixar, por intermédio de leis próprias, as alíquotas do ICMS incidentes sobre as operações internas (Varsano, 1996; Prado, 1999; Dulci, 2002). Conforme destaca Prado (1999), desde sua criação, o ICMS parece ir de encontro àquilo que é considerado um padrão mundial para os tributos sobre o valor adicionado, normalmente mantidos sob controle do governo central ou, no mínimo, por competência partilhada, garantindo algum nível de influência reguladora pelo poder maior.

O papel exercido pelo Conselho Nacional de Política Fazendária - CONFAZ, órgão criado pela Lei Complementar nº 24, de 07 de janeiro de 1975, composto pelos Secretários de Fazenda estaduais e pelo Ministro da Fazenda, cuja principal finalidade seria regulamentar consensualmente os tratamentos especiais na tributação ICMS, tem contribuído sobremaneira para a competição entre os governos estaduais (Varsano, 1996; Prado, 1999). Conforme destaca Prado (1999), até a segunda metade dos anos 80, o CONFAZ competente para exercer algum controle sobre as políticas autônomas de incentivos concedidos pelos governos estaduais.

No entanto, com a entrada em vigor da Constituição Federal de 1988, houve um substancial enfraquecimento do CONFAZ, especialmente como instância de regulação das políticas de incentivos fiscais adotadas pelos estados brasileiros (Varsano, 1996; Prado, 1999). Com o aumento da representatividade política dos estados diante da nova Constituição, bem como pela falta de instâncias institucionais de controle do cumprimento das normas expedidas pelo CONFAZ, houve um substancial aumento das políticas unilaterais de incentivos fiscais

promovidas pelos estados e DF, que culminaram no atual cenário tributário da Guerra Fiscal no Brasil (Prado, 1999; Ferreira, 2000; Dulci, 2002; Arbix, 2002; Mello, 2008).

Ao mesmo tempo, desde o início da década de 80, os estados brasileiros viviam um processo de estagnação econômica e de crise financeira (Prado, 1999). O novo modelo de descentralização política e institucional de 1988 trouxe significativo deslocamento de atribuições aos estados e municípios, o que acarretou em um aumento significativo nas despesas correntes dos governos estaduais (Melo, 1996; Perobelli & Piancastelli, 1996; Dulci, 2002; Oliveira *et al.*, 2014). Mesmo com a ampliação do campo de incidência do ICMS e dos aportes federais ao Fundo de Participação dos Estados – FPE pós 1988, as receitas públicas estaduais não foram suficientes para fazer jus ao crescente aumento de despesas, agravando ainda mais o déficit nas contas estaduais (Oliveira, 1999).

Diante do crescente déficit das contas públicas, os governos regionais e locais passaram a promover medidas proativas de atração de investimento, dado que, pelo menos do ponto de vista estadual, o impacto direto desses empreendimentos privados poderia amenizar, no curto prazo, o crescente déficit público estadual, diante da ampliação imediata de arrecadação tributária que essas medidas poderiam trazer aos territórios que sediassem os investimentos incentivados (Lima & Lima, 2010).

No cenário econômico, com a abertura do Brasil ao mercado externo a partir dos anos 90, houve um fluxo crescente de capitais internacionais em busca de oportunidades de investimento no país (Dulci, 2002; Ibanez, 2005; Nascimento, 2009). A gradual consolidação do Mercosul e o quadro de relativa estabilidade proporcionado pelo Plano Real abriram bons horizontes para que as corporações multinacionais incluíssem o Brasil em seus planos de negócios (Rodríguez-Pose & Arbix, 1999; Dulci, 2002; Arbix, 2002; Ibanez, 2005; Nascimento, 2009). Ao mesmo tempo, verificou-se um comportamento neoliberalista por parte do governo federal. A palavra de ordem era a busca por ganhos sistêmicos, o que modificou radicalmente o processo indutor na economia (Dulci, 2002; Ibanez, 2005).

Embora esse modelo liberal tenha sido amplamente defendido na época, no Brasil, a progressiva retirada do governo da economia não levou à eficiência de mercado, como todos esperavam, mas criou um vazio de políticas desenvolvimentistas, rapidamente preenchidas pelos governos subnacionais (Prado & Cavalcanti, 2000; Dulci, 2002). Conforme Amaral (2010), no contexto econômico brasileiro, a disputa por investimentos privados acontece somente entre um grupo restrito de estados dinamizados (São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais), o que força os demais estados a instituírem políticas proativas, especialmente se suas chances de atrair o investimento sem o respectivo incentivo fiscal são pouco prováveis.

Nesse cenário, houve uma verdadeira disputa entre os governos subnacionais pelos novos investimentos internacionais, que buscavam no Brasil mercados em franco crescimento (Rodríguez-Pose & Arbix 1999; Arbix, 2002). O exemplo claro dessa disputa pode ser visto a partir da segunda metade da década de 90, em relação aos investimentos internacionais do setor automobilístico (Rodríguez-Pose & Arbix 1999; Arbix, 2002; Dulci, 2002).

2.2 Estudos anteriores

Assim como no Brasil, a literatura internacional apresenta casos de competição entre os governos subnacionais (Nascimento, 2009). Nesse tema, ganham relevância diversos trabalhos empíricos norte-americanos, que buscaram medir a efetividade do modelo conhecido como *Enterprise Zones*. Trata-se de um programa nacional norte americano que busca, a partir da concessão de incentivos fiscais, desenvolver regiões consideradas economicamente desfavorecidas e aumentar o nível de emprego e renda nas localidades beneficiadas (Alm & Hart, 1998; Bondonio & Engberg, 2000; Bondonio & Greenbaum, 2007).

Bondonio e Engberg (2000) testaram os efeitos das *Enterprise Zones*. Buscaram medir os efeitos dessa política na geração de emprego nas regiões beneficiadas de cinco estados americanos (Califórnia, Kentucky, Nova York, Pensilvânia e Virginia). Por meio de modelos econométricos de regressão, os autores compararam o resultado gerado por empresas com e sem incentivos fiscais. Os resultados apontaram que os incentivos fiscais implementados pelas *Enterprise Zones* não produzem efeitos significantes sobre a geração de emprego nas regiões beneficiadas. Resultados similares foram encontrados nos trabalhos de Dowall (1996) e

Neumark e Kolko (2010), para o estado da Califórnia, e de Boarnet e Bogart (1996), para o estado de Nova Jérsei.

Bondonio e Greenbaum (2007) investigaram diferentes impactos dos incentivos fiscais destinados às *Enterprise Zones* de dez estados norte-americanos (Califórnia, Connecticut, Flórida, Indiana, Kentucky, Maryland, Nova Jérsei, Nova York, Pensilvânia e Virgínia). Foram utilizadas como variáveis o incremento no nível de emprego, nas vendas, despesas de capital e valores das folhas de salários das empresas beneficiadas. Para fins de pesquisa, os autores separaram a amostra em três *clusters*: a) empresas novas; b) já existentes e c) em processo de encerramento. Os resultados apontaram ganhos positivamente significativos sobre o fluxo bruto de empregos, vendas e despesas de capital para as empresas novas. Entretanto, a mesma situação não foi verificada para as empresas já existentes e para aquelas em processo de encerramento. Tal fato, segundo os autores, poderia causar políticas discrepantes entre empresas novas e aquelas já existentes.

O'Keefe (2004) examinou o impacto das *Enterprise Zones* do estado da Califórnia. Utilizou como variável independente o incremento do emprego. Para o estudo, foram utilizados dados do censo demográfico americano, além de informações relativas a empresas sediadas ou não nas áreas beneficiadas. Os resultados do trabalho sugerem que as localidades classificadas como *Enterprise Zones* apresentam um incremento no emprego (cerca de 3% por ano) apenas nos primeiros seis anos após a sua designação. Contudo, esse efeito não persiste no tempo. Os dados apontaram crescimento no nível de emprego de empresas que possuem incentivos fiscais quando comparadas àquelas que não têm incentivos semelhantes.

No Brasil, trabalhos como os de Nascimento *et al.* (2002), Carvalho e Oliveira (2003), Oliveira e Dias (2011), Cardozo (2013) e Oliveira *et al.* (2014), Cardozo (2013) analisaram o impacto dos incentivos fiscais por diversas métricas (emprego, PIB per capita, arrecadação tributária, valor adicionado industrial, entre outros) e, em todos eles, os resultados mostraram-se aquém do esperado, numa demonstração de que os incentivos fiscais não promoveram uma dinamização nas regiões beneficiadas. Por outro lado, em seus trabalhos, Luca e Lima (2007) e Nascimento (2009) concluíram que as políticas estaduais de incentivos fiscais contribuíram positivamente para o desenvolvimento econômico das regiões. Trouxeram impactos significativos para os estados considerados menos desenvolvidos. Os trabalhos, como os de Ferreira e Oliveira (2009), Lima e Lima (2010) e Armange e Mello (2014) verificaram apenas impactos parciais na economia. Ressaltaram que tais políticas, por si só, não seriam suficientes para garantir a redução das desigualdades econômicas regionais.

A pesquisa utiliza como variável de estudo o valor adicionado gerado pela empresa, especialmente pela importância que essa métrica possui em demonstrar a geração de riqueza pelos agentes econômicos. Conforme destacam Luca (1998), Kroetz (2000) e Santos (2003), a mensuração do valor adicionado é a forma mais competente de medir e demonstrar a capacidade de geração e distribuição de riqueza de uma entidade. Constitui-se no Produto Interno Bruto (PIB) produzido pela organização. Cabe ressaltar que trabalhos como os de Nascimento (2009), Oliveira e Dias (2011), Oliveira *et al.* (2014) e Rezende (2015) também se utilizaram dessa variável como forma de mensuração dos impactos econômicos dos incentivos fiscais concedidos pelos governos, o que ressalta sua importância como métrica de mensuração do desenvolvimento econômico.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Para realização da pesquisa foram selecionadas empresas industriais do setor têxtil sediadas no Estado de Santa Catarina. Os dados foram obtidos mediante solicitação e autorização junto à Diretoria de Administração Tributária da Secretaria de Estado da Fazenda de Santa Catarina, órgão responsável por administrar as atividades inerentes à fiscalização e à arrecadação de tributos, além de atuar no cumprimento da legislação tributária estadual.

De acordo com Luca (1998), a riqueza gerada pela empresa é calculada a partir da diferença entre o valor de sua venda e o dos bens produzidos por terceiros, utilizados no seu processo produtivo. No Brasil, essa forma de mensuração do valor adicionado possui amparo legal, na medida em que a Lei Complementar nº 63/90, quando estipula os critérios de repartição da arrecadação de ICMS aos municípios, estabelece que, para fins de divisão, 3/4

(três quartos), no mínimo, deverão observar a proporção do valor adicionado, gerado nas respectivas municipalidades. Por fim, a Lei arremata que os estados deverão considerar como valor adicionado “o valor das mercadorias saídas, acrescido do valor das prestações de serviços, no seu território, deduzido o valor das mercadorias entradas, em cada ano civil”.

Dessa forma, para fins desta pesquisa, adotou-se o conceito de valor adicionado econômico como a diferença entre os valores relativos às vendas de mercadorias e bens produzidos e as aquisições de mercadorias e insumos pelas empresas analisadas. Previamente, foram selecionados os Códigos Fiscais de Operações e Prestações – CFOP, relativos às vendas e aquisições de mercadorias e produtos. A partir desse rol de CFOPs, foram coletados os valores informados pelos contribuintes na Demonstração de ICMS e Movimento Econômico – DIME (art. 168, inciso II, Anexo 05, do Regulamento do ICMS de SC), no período de janeiro de 2006 até dezembro de 2010. Cabe ressaltar que somente estão dispensadas da entrega dessa Declaração as empresas optantes pelo Simples Nacional, que possuem regulação própria (Lei Complementar 123/2006).

Ressalva-se que, como condição de preservação do sigilo fiscal, informações que possam identificar contribuintes, como razão social e demais dados cadastrais, foram suprimidas no desenvolvimento da análise. Dessa forma, os números referentes ao cadastro do contribuinte foram substituídos por números-chave. O motivo de atribuir esse tratamento foi manter a individualidade de cada contribuinte, uma vez que o trabalho tenta medir os efeitos da política pública de incentivos de forma individual para cada estabelecimento.

Para verificação do comportamento do valor agregado das indústrias têxteis antes e após a instituição do incentivo fiscal de ICMS, foi utilizado o modelo longitudinal de regressão para dados em painel conhecido por “diferenças em diferenças”, aplicado em trabalhos como os de Nascimento (2009) e Oliveira e Dias (2011). O modelo de “diferenças em diferenças” permite a verificação do comportamento de variáveis ao longo de um período, identificando possíveis alterações relacionadas à aplicação de determinada política pública (Oliveira & Dias, 2011). Com a utilização desse modelo é possível estimar o valor agregado gerado, pelas empresas têxteis que receberam incentivos fiscais, caso as mesmas não tivessem recebido o tratamento, o que permite uma melhor comparação dos efeitos da política pública em análise (Nascimento, 2009; Oliveira & Dias, 2011).

Para impedir a captação de tendências exógenas anteriores à criação da desoneração tributária, cujos fatores determinantes não estariam relacionados à concessão de incentivo fiscal, o presente trabalho utilizou-se de ajustes poligonais com variáveis binárias no modelo proposto (Nascimento, 2009; Oliveira & Dias, 2011). Ademais, como o modelo se propõe a medir a taxa real de crescimento do valor agregado, gerado pelas empresas do setor têxtil, optou-se por descontar da variável dependente (valor adicionado) a inflação acumulada do período (IPCA). Utilizou-se como base o mês de janeiro de 2006.

Após os ajustes, o modelo longitudinal de regressão para dados em painel de “diferenças em diferenças” apresentou a seguinte fórmula:

$$\ln\left(\frac{Y_i}{r_{acum}}\right) = \alpha_0 + \beta_0 t + \delta_0 P_i(t - \theta) + \alpha_1 S_i + \beta_1 t S_i + \delta_1 P_i(t - \theta) S_i + \varepsilon_1$$

Em que:

$\ln\left(\frac{Y_i}{r_{acum}}\right)$ = o logaritmo natural do valor adicionado gerado pela empresa no respectivo mês, dividido pela inflação acumulada até o período, tendo como base o mês de janeiro de 2006;

P_i = variável binária, sendo “0” para os meses anteriores a novembro de 2008 (data de instituição do incentivo fiscal, com a publicação do Decreto Estadual nº 1.669/08), e “1” para os meses subsequentes;

S_i = variável binária, sendo “0” para as empresas têxteis que não receberam crédito presumido de ICMS no período analisado e “1” para aquelas que receberam após a instituição do incentivo fiscal;

t = representa a variável de tendência;

θ = representa a abscissa do vértice. Nesse modelo é o mês de novembro de 2008 que delimita o período anterior e posterior à instituição do incentivo fiscal (Decreto Estadual nº 1.669/08);

$\alpha_0, \alpha_1, \beta_0, \beta_1, \delta_0, \delta_1$ = representam o parâmetro do modelo e

ε_1 = representa o termo de erro.

No modelo proposto, a variação da taxa de crescimento do valor agregado (Y_i) será:

- β_0 , no grupo de controle, antes da mudança estrutural;
- $\beta_0 + \delta_0$, no grupo de controle, após a mudança estrutural;
- $\beta_0 + \beta_1$ no grupo de tratamento, antes da mudança estrutural;
- $\beta_0 + \delta_0 + \beta_1 + \delta_1$, no grupo de tratamento, após a mudança estrutural.

Ainda, de modo a garantir robustez nos resultados, são utilizados os seguintes testes para a adequação dos dados aos pressupostos de modelo de regressão com dados em painel, conforme as Tabelas 1 e 2:

Tabela 1

Pressupostos para aplicação do modelo de regressão para dados em painel

Testes	Hipótese Nula	Hipótese Alternativa
Teste de White	Não existe heterocedasticidade nos dados	Existe heterocedasticidade nos dados
Teste de Wooldridge	Ausência de correlação nos dados	Existência de correlação nos dados

Fonte: Elaboração própria (2016).

Tabela 2

Pressupostos para definição do modelo de regressão para dados em painel

Testes	Hipótese Nula	Hipótese Alternativa
Teste de Chow	Os interceptos são iguais para todas as cross-sections (POLS)	Os interceptos são diferentes para todas as cross-sections (efeitos fixos)
Teste LM de Breusch-Pagan	A variância dos resíduos que refletem a diferença é igual a zero (POLS)	A variância dos resíduos que refletem a diferença é diferente de zero (efeitos aleatórios)
Teste de Hausman	O modelo de correção de erros é adequado (efeitos aleatórios)	O modelo de correção de erros não é adequado (efeitos fixos)

Fonte: Elaboração própria (2016).

Após a consolidação das informações, foram levantados 11.272 estabelecimentos catarinenses que atuam no setor têxtil no estado. Desse volume, entre novembro de 2008 e dezembro de 2010, 678 estabelecimentos receberam autorização da Secretaria de Estado da Fazenda para utilização do crédito presumido de ICMS previsto no inciso IX, art. 21, Anexo 02 do RICMS/SC. Conforme já ressaltado, foram levantadas as informações mensais referentes ao valor agregado no período de 2006 a 2010, totalizando 60 meses. Considerando que o modelo proposto utiliza o logaritmo natural da variável dependente (valor agregado), os estabelecimentos que apresentaram valor adicionado igual a zero no respectivo mês não foram computados. Portanto, restaram 164.431 observações a serem submetidas aos testes propostos pelo presente trabalho.

Por último, destaca-se que para mensuração dos dados estatísticos foi utilizado o software Stata® SR para Windows®, versão 12.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Independentemente de testes prévios, com base no relevante tamanho da amostra (164.431 observações) e utilizando-se da concepção de distribuição assintótica, o presente trabalho considerou que os dados têm distribuição normal, já que, nesses casos, os

estimadores continuam consistentes diante de grandes amostras, além de garantir resultados válidos para os testes t e F (Gujarati & Porter, 2011).

Assim, inicialmente, aplicam-se testes elencados na Tabela 1 para averiguação dos pressupostos de utilização do modelo de regressão para dados em painel (ausência de autocorrelação dos resíduos e homocedacidade dos dados). Os resultados encontram-se na Tabela 3:

Tabela 3
Testes para verificação dos pressupostos de regressão

Pressupostos do modelo de regressão	Teste	Hipótese Nula (H_0)	Hipótese Alternativa (H_1)	Resultado	Hipótese
Ausência autocorrelação dos resíduos	Teste de Wooldridge	Ausência de correlação nos dados	Existência de correlação nos dados	Prob> F = 0.0000	Rejeita H_0 em favor de H_1
Homocedasticidade	Teste de White	Não existe heterocedasticidade nos dados	Existe heterocedasticidade nos dados	P-value = 0.0000	Rejeita H_0 em favor de H_1

Fonte: Elaboração própria (2016).

Com base nos resultados da Tabela 3, os testes de Wooldridge e White demonstram, respectivamente, problemas de autocorrelação e de heterocedacidade nos dados levantados. Nesse sentido, segundo Gujarati e Porter (2011), diante da coexistência de problemas de autocorrelação e heterocedacidade, sobretudo em amostras razoavelmente grandes, torna-se interessante a adoção do procedimento de Newey-West, uma vez que o método pode lidar com a existência dos dois problemas, garantindo linearidade, não tendenciosidade e consistência nos estimadores. Dessa forma, o presente trabalho adotou o método de Newey-West, também conhecido como erros-padrão consistentes para heterocedacidade e autocorrelação (CHA).

Diante dos testes e correções supracitados, foi gerado o modelo com dados em painel para o estudo do valor agregado gerado pelas indústrias têxteis do Estado de Santa Catarina, cujo resultado encontra-se na Tabela 4:

Tabela 4
Resultado da estimação do modelo com dados em painel para avaliar o comportamento do Valor Adicionado das indústrias têxteis catarinenses durante o período de 2006 a 2015

Variável	Taxa real de crescimento			Taxa nominal de crescimento		
	Coefficiente	Erro-Padrão	Valor p	Coefficiente	Erro-Padrão	Valor p
β_0	0,0571475	0,0008775	0,000	0,0606862	0,0008777	0,000
δ_0	-0,0304579	0,0023162	0,000	-0,029496	0,0023165	0,000
β_1	-0,0487251	0,0021281	0,000	-0,0484238	0,0021282	0,000
δ_1	0,0393482	0,0044225	0,000	0,0387022	0,0044226	0,000
Número de observações:	164.431					
Intervalo de Confiança:	95%					

Variável dependente: Valor adicionado mensal gerado pela empresa.

Obs.1: Ao nível de significância de 95%.

Obs.2: Os testes para definição do modelo de regressão para dados em painel (efeitos fixos, aleatórios ou POLS), previstos na Tabela 2, foram suprimidos, haja vista que a estimação do modelo foi feita com base no método de Newey-West, com vistas a corrigir problemas de heterocedasticidade e autocorrelação detectados previamente.

Obs.3: Tendo em vista que o modelo busca medir a taxa relativa do impacto dos incentivos fiscais na geração de riqueza na economia optou-se pelo modelo semilogarítmico, tendo em vista sua maior relevância para as análises econômicas (Gujarati & Porter, 2011).

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da pesquisa (2016).

De acordo com os dados extraídos do modelo, entre os meses janeiro de 2006 e outubro de 2008, período anterior à instituição do crédito presumido de ICMS, a taxa real de

crescimento do valor adicionado, gerado pelo grupo de controle (indústrias têxteis sem incentivos fiscais - β_0), apresentava um incremento médio de 5,71% ao mês (6,06%, em valores nominais), enquanto que o grupo de tratamento (indústrias têxteis que receberam incentivos fiscais - $\beta_0 + \beta_1$) demonstrava crescimento médio de apenas 0,84% ao mês (1,73%, em valores nominais).

No período posterior à instituição do crédito presumido de ICMS, houve uma mudança substancial nos números. De acordo com os resultados, a partir desse período, a taxa real de crescimento do valor adicionado, gerado pelo grupo de controle (indústrias têxteis sem incentivos fiscais - $\beta_0 + \delta_0$), manteve-se crescente, mas com uma queda de 53,30%. Passou a um incremento médio mensal de 2,67% (3,12%, em valores nominais). Por outro lado, verificou-se um aumento de 105% no grupo de tratamento (indústrias têxteis que receberam incentivos fiscais - $\beta_0 + \delta_0 + \beta_1 + \delta_1$), que passou para uma taxa de crescimento mensal média de 1,73% (2,15%, em valores nominais).

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Diante dos resultados apresentados, algumas constatações podem ser realizadas. A primeira delas é a de que, efetivamente, os incentivos fiscais concedidos ao setor têxtil não têm sido eficazes para promover o incremento econômico do segmento. Essa verificação pode ser percebida pela queda de 32,89% no valor agregado real, gerado mensalmente pelas empresas do setor após a instituição do crédito presumido de ICMS (o valor agregado médio mensal antes da publicação do Decreto Estadual nº 1.669/08 era de 3,28% ao mês e passou a ser de 2,20% no período subsequente). Dessa forma, os resultados corroboram os verificados em trabalhos como os de Nascimento *et al.* (2002), Carvalho e Oliveira (2003), Oliveira e Dias (2011), Cardozo (2013) e Oliveira *et al.* (2014), por meio dos quais se concluiu não haver ganhos econômicos com as políticas estaduais de incentivos fiscais.

Outro ponto que merece destaque é a mudança verificada na taxa mensal de incremento de valor agregado, gerado entre os grupos de tratamento e controle após a publicação do Decreto. Enquanto no primeiro grupo houve uma queda real de 53,30%, no segundo verificou-se um incremento de 105%, o que pode demonstrar um simples processo de migração de mercados, devido à concorrência desleal gerada pelo incentivo fiscal, como verificado no trabalho de Bondonio e Greenbaum (2007) para as *Enterprisezones* norte-americanas. Assim, a intervenção do Estado na economia não gerou uma eficiência no mercado, mas, tão somente, uma externalidade negativa às empresas que, porventura, não puderam ter acesso ao incentivo fiscal. Esse resultado gera uma reflexão sobre a capacidade decisória por parte dos agentes políticos responsáveis pelas escolhas públicas.

Conforme destaca Oliveira (1999), a escolha da concessão do incentivo fiscal por parte da unidade da Federação gera um custo que, regra geral, não tem como ser medido ou mensurado. Dessa forma, tem-se uma verdadeira assimetria de informação por parte do gestor público, o que impede que as escolhas sejam economicamente racionais ou que satisfaçam a todos os agentes envolvidos (Oliveira, 1999). Nos modelos democráticos vigentes, os gestores públicos estão constantemente sujeitos à influência de grupos organizados (*rent-seeking*), o que permite que determinados agentes influenciem ativamente nas decisões políticas, comprometendo as escolhas economicamente mais racionais (Oliveira, 1999).

Ademais, os resultados apontam uma clara redução gradual da taxa de crescimento do valor adicionado da indústria têxtil, o que pode sinalizar uma progressiva fragilização do setor no estado. Esse resultado negativo pode estar intimamente ligado às políticas estaduais de comércio exterior. Conforme Macedo e Angelis (2013), com a publicação do programa Pró-Emprego (Lei nº 13.992/2007), Santa Catarina mudou o patamar e a estrutura das importações do estado. Até 2004, as maiores importadoras do estado eram empresas industriais. Essa situação inverteu-se completamente no período seguinte, transformando as *trading companies* em líderes do processo de importação a partir de 2011 (Macedo & Angelis, 2013).

6 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou verificar o comportamento do valor adicionado, gerado por empresas do setor têxtil antes e após a adoção da política pública, considerando os efeitos dos incentivos fiscais como ferramenta indutora de crescimento econômico da cadeia têxtil do Estado. Preliminarmente, foram abordadas as questões tributárias, políticas e econômicas, consideradas os alicerces do atual cenário da “Guerra Fiscal” no Brasil. De modo empírico, o trabalho buscou medir os efeitos dos incentivos fiscais como ferramenta indutora de crescimento econômico da cadeia têxtil do estado, analisando o comportamento do valor adicionado, gerado por empresas do setor têxtil antes e após a instituição do crédito presumido de ICMS.

Os resultados averiguados demonstram uma queda de 32,89% no valor agregado real gerado mensalmente pelas empresas do setor após a instituição do crédito presumido de ICMS (o valor agregado médio mensal antes da publicação do Decreto era de 3,28% ao mês. Passou a ser de 2,20% no período subsequente). Ademais, após a instituição do incentivo fiscal, verificou-se uma queda real de 53,30% no grupo de controle (empresas sem incentivo fiscal), ao mesmo tempo em que se constatou um incremento de 105% no grupo de tratamento (empresas com incentivo fiscal), o que demonstra um nítido processo de migração de mercados, possivelmente em face da concorrência desleal gerada pelo incentivo fiscal.

De acordo com a FIESC (2014, p. 13), “*O setor Têxtil perdeu adensamento produtivo nos anos analisados, medido pelo grau de industrialização*”. Isso significa que os custos industriais aumentaram mais que o valor adicionado. Esse menor adensamento produtivo, para a FIESC (2014, p. 13) “*está relacionado com o crescimento da entrada das importações de matérias-primas têxteis para uso na indústria*”. Esse fenômeno de encontro ao movimento industrial têxtil e de confecções verificado no restante do Brasil, onde, no mesmo período analisado, o adensamento produtivo aumentou para dois segmentos industriais (FIESC, 2014). Contudo, o presente trabalho não pretende encerrar a discussão sobre a efetividade dos incentivos fiscais em promover o desenvolvimento regional, mas, tão somente, alertar sobre a forma de definição dessa espécie de política pública.

Dessa forma, o presente trabalho procurou contribuir teórica e empiricamente para o tema. Todavia, o tema ainda precisa de aprofundamento acadêmico, especialmente sobre quais medidas podem servir como ferramentas balizadoras para orientação ou reorientação dessa espécie de política pública, permitindo que haja subsídios para que os gestores públicos promovam escolhas economicamente racionais e eficientes, maximizando o bem-estar dos agentes envolvidos.

REFERÊNCIAS

- Alexandre, R. (2008). *Direito tributário esquematizado* (2a ed.) São Paulo: Método.
- Alm, J. & Hart, J. A. (1998). *Enterprise zones and economic development in Colorado* [Working Paper No. 98-16]. Center for Economic Analysis, Department of Economics, University of Colorado, Boulder, CO, USA.
- Almeida, F. C. R. de. (2000). Uma abordagem estruturada da renúncia de receita pública federal. *Revista do Tribunal de Contas da União*, 31(84), 22-28.
- Amaral, J., Filho (2010). Incentivo Fiscal como Instrumento de Desenvolvimento Local ou Regional. *Revista Desenbahia*. 2(1), 07 – 38. Recuperado em 16 agosto, 2016, de http://www.desenbahia.ba.gov.br/uploads/2508201114531875_Cap1.pdf
- Arbix, G. (2002). Políticas do desperdício e assimetria entre público e privado na indústria automobilística. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 17(48), 109-129.
- Assunção, M. C. (2011). Incentivos fiscais em tempos de crise: impactos econômicos e reflexos financeiros. *Revista da PGFN*, 1(1), 99-121.

- Avi-Yonah, R. S. (2008). Os três objetivos da tributação. *Revista Direito Tributário Atual*, 22.
- Boarnet, M. G. & Bogart, W. T. (1996). Enterprise zones and employment: evidence from New Jersey. *Journal of Urban Economics*, 40(2), 198-215.
- Bondonio, D. & Engberg, J. (2000). Enterprise zones and local employment: evidence from the states' programs. *Regional Science and Urban Economics*, 30(5), 519-549.
- Bondonio, D. & Greenbaum, R. T. (2007). Do local tax incentives affect economic growth? What mean impacts miss in the analysis of enterprise zone policies. *Regional Science and Urban Economics*, 37(1), 121-136.
- Calderaro, F. R. S. (1973). *Incentivos fiscais à exportação*. São Paulo: Resenha Tributária.
- Cardozo, S. A. (2013). Crise da política regional de desenvolvimento e a guerra fiscal: estudo de alguns estados selecionados. *Anais do Encontro Nacionais da ANPUR*, Recife, Pernambuco, Brasil, 15.
- Carrazza, R. A. (2002). *Curso de Direito Constitucional Tributário* (17a ed.). São Paulo: Malheiros Editores Ltda.
- Carvalho, J. R. & Oliveira, V. H. (2003). O Fundo de desenvolvimento industrial do Ceará: uma avaliação econométrica com dados em painel para o período de 1995 a 2001. *Estudos Econômicos*, 47(1), 12-14.
- Cavalcanti, F. Q. B. (1997). Reflexões sobre o papel do Estado frente à atividade econômica. *Revista Trimestral de Direito Público*, 1(20), 1997.
- Cheshire, P. C. & Gordon, I. R. (1998). Territorial competition: some lessons for policy. *The annals of regional science*, 32(3), 321-346.
- Chirinko, R. S. & Wilson, D. J. (2008) State investment tax incentives: A zero-sum game?. *Journal of Public Economics*, 92(12), 2362-2384.
- Decreto n° 1.669, de 08 de setembro de 2008*. Introduz a Alteração 1.774 no RICMS/01. Diário Oficial do Estado de Santa Catarina, Florianópolis, 08 de setembro de 2008. Recuperado em 16 agosto, 2016, de http://legislacao.sef.sc.gov.br/Consulta/Views/Publico/Frame.aspx?x=/html/decretos/frame_decretos.htm
- Decreto n° 2.870, de 27 de agosto de 2001*. Aprova o Regulamento do Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação do Estado de Santa Catarina. Diário Oficial do Estado de Santa Catarina, Florianópolis, 29 de agosto de 2001. Recuperado em 16 agosto, 2016, de http://legislacao.sef.sc.gov.br/legtrib_internet/cabecalhos/frame_ricms_01_00_00.htm.
- Dowall, D. E. (1996). An evaluation of California's enterprise zone programs. *Economic Development Quarterly*, 10(4), 352-368.
- Dulci, O. S. (2002). Guerra fiscal, desenvolvimento desigual e relações federativas no Brasil. *Revista de Sociologia e Política*, 18, 95-107.

- Elali, A. (2007). *Incentivos fiscais, neutralidade da tributação e desenvolvimento econômico: a questão da redução das desigualdades regionais e sociais*. Incentivos fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal. São Paulo: MP, 37-66.
- Ferreira, S. G. (2000). *Guerra fiscal: competição tributária ou corrida ao fundo do tacho?* Boletim da Secretaria de Assuntos Fiscais do BNDES: informe-se, Rio de Janeiro, 4.
- Ferreira, S. G. & Oliveira, L. S. (2009). *Avaliação de impacto de um programa de incentivo fiscal com uso de método quase-experimental*. Seminário. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Federação das Indústrias de Santa Catarina. (2014). *Rotas Estratégicas Setoriais para a Indústria Catarinense 2022: Têxtil & Confecção*. Florianópolis: FIESC.
- Formigoni, H. (2008). *A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Gadelha, G. P. (2010). *Isenção tributária: crise de paradigma do federalismo fiscal cooperativo*. Curitiba: Juruá.
- Giambiagi, F. & Além, A. C. D. de (2008). *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Brasil: Elsevier.
- Grau, E. R. (2006). *A ordem econômica na Constituição de 1988* (11a ed.). São Paulo: Malheiros.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5a ed.). São Paulo: AMGH Editora.
- Ibanez, P. (2005). Guerra fiscal e território brasileiro: o caso do setor automotivo. *Anais do Encontro de Geógrafos da América Latina*, São Paulo, São Paulo, Brasil, 10.
- O'Keefe, Suzanne (2004). Job creation in California's enterprise zones: a comparison using a propensity score matching model. *Journal of Urban Economics*, 55(1), 131-150.
- Kroetz, C. E. St. (2000). *Balanço social, teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2000.
- Lee, Y. (2008). Geographic redistribution of US manufacturing and the role of state development policy. *Journal of Urban Economics*, 64(2), 436-450.
- Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006*. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Diário Oficial da União, Brasília, 15 de dezembro de 2006. Recuperado em 16 agosto, 2016, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp123.htm
- Lima, A. C. C. & Lima, J. P. R. (2010). Programas de desenvolvimento local na região Nordeste do Brasil: uma avaliação preliminar da "guerra fiscal". *Economia e Sociedade*, 19(3), 557-588.
- Luca, M. M. M. de. (1998). *Demonstração do Valor Adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB*. São Paulo: Atlas, 1998.
- Luca, M. M. M. de & Lima, V. F. L. (2007). Efeito dos incentivos fiscais no patrimônio das entidades beneficiárias do programa FDI, do governo do estado do Ceará. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(1).

- Macedo, F. C. de & Angelis, A. de. (2013). Guerra fiscal dos portos e desenvolvimento regional no Brasil. *Revista de Desenvolvimento Regional*, 18(1), 185-212.
- Mello, G. R. & Armange, M. W. (2014). ICMS e a geração de postos de trabalhos: comparativo entre os estados das regiões nordeste e Sul do Brasil. *Revista Capital Científico-Eletrônica*, 12(3), 44-58.
- Mello, L. de. (2008). The Brazilian "Tax War" The Case of Value-Added Tax Competition among the States. *Public Finance Review*, 36(2), 169-193.
- Melo, M. A. (1996). Crise federativa, guerra fiscal e "hobbesianismo municipal" efeitos perversos da descentralização? *São Paulo em perspectiva*, 10(3).
- Nascimento, S. P. do. (2009). Guerra fiscal: uma análise quantitativa para estados participantes e não participantes. *Revista Economia*, 211-237.
- Nascimento, S. P., Camara, M. R. G., & Godoy, M. R. (2002). Guerra fiscal: causas e consequências. Uma análise empírica para o Estado do Paraná. *Anais Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, Salvador, Bahia, Brasil, 26.
- Neumark, D. & Kolko, J. (2010). Do enterprise zones create jobs? Evidence from California's enterprise zone program. *Journal of Urban Economics*, 68(1), 1-19.
- Oliveira, J. N., Júnior, & Dias, A. F. (2011). Guerra Fiscal no Estado do Pará: Uma avaliação da política de incentivos sobre o ISS, Emprego e Valor Adicionado Bruto da indústria. *Anais do Circuito de Debates Acadêmicos (CODE) – IPEA*, Brasília, Distrito Federal, Brasil, 2.
- Oliveira, J. N., Júnior, Dias, A. F., & Tabosa, F. J. S. (2014). Avaliação da Política de Incentivos Fiscais sobre a Capacidade Fiscal, ISS, Emprego e Valor Adicionado Bruto da Indústria no Estado do Pará. *Novos Cadernos NAEA*, 17(1).
- Oliveira, L. G. (1999). Federalismo e guerra fiscal. Pesquisa & Debate. *Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política*, 10(2).
- Papadopol, M. D. (2009). *A extrafiscalidade e os controles de proporcionalidade e de igualdade*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Brasil.
- Perobelli, F. & Piancastelli, M. (1996). *ICMS: evolução recente e guerra fiscal*. Brasília: IPEA (Texto para discussão nº 402). Recuperado em 29 fevereiro, 2016, de <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1789>
- Prado, S. (1999). Guerra fiscal e políticas de desenvolvimento estadual no Brasil. *Economia e Sociedade*, 8(2), 1-40.
- Prado, S. & Cavalcanti, C. E. G. (2000). *A guerra fiscal no Brasil*. São Paulo: Fundap/IPEA/FAPESP.
- Rezende, A. J. (2015). *Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas*. Tese de Livre-Docência, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, São Paulo, Brasil.

- Rodrigues, H. T. & Freitas, D. D. (2005). Cooperativismo interinstitucional público: uma proposta de gestão pública tributária para superação da guerra fiscal em busca do desenvolvimento. *Direitos sociais e políticas públicas: desafios contemporâneos*, 1, 2686-2705.
- Rodríguez-Pose, A. & Arbix, G. (1999). Estratégias do desperdício. A guerra entre estados e municípios por novos investimentos e as incertezas do desenvolvimento. *Novos Estudos Cebrap*, 54, 55-71.
- Santos, A. dos. (2003). *Demonstração do Valor Adicionado: Como elaborar e analisar a DVA*. São Paulo: Atlas.
- Stark, K. J. & Wilson, D. J. (2006). What do we know about the interstate economic effects of state tax incentives?. *Geo. J. & Pub. Pol'y*, 4, 133.
- Suzigan, W. & Furtado, J. (2006). Política industrial e desenvolvimento. *Revista de economia política*, 26(2), p. 163-185.
- Tanzi, V. & Zee, H. H. (2000). Tax policy for emerging markets: developing countries. *National Tax journal*, 299-322.
- Varsano, R. (1996). *A guerra fiscal do ICMS: quem ganha e quem perde*. *Seminário Internacional "Políticas Industriais Recentralizadas"*, CEPAL/IPEA, Brasília.

PERFORMANCE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM COTAS NO BRASIL

PERFORMANCE OF FUNDS OF FUNDS IN BRAZIL

DERMEVAL MARTINS BORGES JUNIOR

Mestre em Administração na Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia (FAGEN/UFU). **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121 | Bloco 1F | Sala 1F-216 | Campus Santa Mônica | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: dermevaljr14@hotmail.com

RODRIGO FERNANDES MALAQUIAS

Doutor em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV). Professor do Programa de Pós-Graduação em Administração (Mestrado) da FAGEN/UFU e do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FACIC/UFU. **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121 | Bloco 1F | Sala 1F-216 | Campus Santa Mônica | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

RESUMO

Dentre as modalidades de fundos existentes, estão os Fundos de Investimento em Cotas (FICs). São fundos que adquirem participações de outros fundos em vez de investir diretamente em ativos do mercado. Além de oferecer as vantagens inerentes aos fundos tradicionais, o FIC possibilita a expansão das opções de investimento, uma vez que sua estrutura permite acessar diversos outros fundos com baixo investimento inicial. Por outro lado, a estrutura dos FICs apresenta taxas e custos que podem afetar negativamente sua performance. Diante disso, o objetivo deste estudo consiste em analisar a performance dos FICs brasileiros, em comparação aos demais fundos. A partir de uma amostra composta por 1.723 fundos de ações, com dados disponíveis para o período de janeiro de 2005 até março de 2016, utilizou-se a análise de regressão para atingir o objetivo do trabalho. Os resultados indicaram melhores indicadores de performance (Índice de Sharpe) para os FICs, em comparação aos demais fundos da amostra.

Palavras-Chave: Investidores institucionais. Fundos de cotas. Fundos de fundos de ações. Fundos de investimento. Desempenho.

ABSTRACT

Among the modalities of existing funds are the Investment Funds in Quotas (FICs), which they are funds that acquire shares from other funds instead of directly investing in market assets. In addition to offering the inherent advantages of traditional funds, the FIC allows the expansion of investment options, since its structure allows access to several other funds with low initial investment. On the other hand, the structure of the FICs presents rates and costs that can negatively affect their performance. However, the objective of this study is to analyze the performance of the Brazilian FICs, with focus on the other funds. From a sample of 1,723 stock funds, with data available for the period from January 2005 to March 2016, the analysis was used to reach the objective of the study. The results indicated better performance indicators

Agradecemos à FAPEMIG pelo apoio para desenvolvimento da pesquisa (Processo APQ0126514, Edital 01/2014 da FAPEMIG).

Submissão em 15/11/2017. **Revisão em** 24/05/2018. **Aceito em** 26/05/2018.

(Sharpe Ratio) for FICs, compared to the other funds in the sample.

Keywords: Institutional investors. Funds of funds. Funds of equity funds. Investment funds. Performance.

1 INTRODUÇÃO

A indústria de fundos no Brasil tem apresentado crescimento tanto em termos absolutos como quando comparada a outras regiões como a América Latina e os Estados Unidos, apesar de a indústria de fundos norte-americana ser, aproximadamente, 14 vezes maior que a brasileira. Esse crescimento possibilitou desenvolver e regulamentar diversas modalidades de fundos de investimento. Dentre as modalidades de fundos existentes, estão os Fundos de Investimento em Cotas (FIC), que, em vez de investirem diretamente em ativos do mercado de ações, adquirem participações de outros fundos (Varga & Wengert, 2011).

Além de oferecerem as vantagens inerentes aos fundos tradicionais, os FICs possibilitam a expansão das opções de investimento, uma vez que sua estrutura permite que os investidores acessem diversos outros fundos, inclusive fechados, e com baixo investimento inicial. Apesar disso, apresentam custos e taxas adicionais em comparação com os fundos tradicionais diretos, pois além das taxas provenientes dos fundos subjacentes, o investidor assume ainda gastos extras referentes à gestão do FIC (Bertin & Prather, 2009; Ang, Rhodes-Kropf, & Zhao, 2008).

Alguns estudos sugerem que os custos maiores dos FICs são compensados por conta da diversificação e modelo de gestão. O trabalho de Dai e Shawky (2010) evidencia que quanto mais diversificado for o FIC melhor o resultado e menor o risco. Turner (2004) destaca que o gestor desse tipo de fundo consegue adicionar valor, por meio da habilidade de escolher o melhor mix de mercados ou classe de ativos para investir e identificar os gestores de fundos individuais que estejam mais bem preparados para atingir os objetivos propostos. Apesar disso, Amenc e Vaissié (2006) observaram que apenas 20% dos FICs analisados apresentaram criação de valor, levando em conta a construção de portfólio e gestão.

No Brasil, são poucos os trabalhos que abordam os FICs. Malaquias e Eid (2014) constataram que, em tempos de crise, os FICs conseguem agregar mais valor que outros fundos multimercados. Em consonância, Malaquias e Mamede (2015) sugeriram melhores indicadores de desempenho dos FICs, mesmo com a estrutura que envolve maiores taxas, quando comparados aos demais fundos de investimento. No que se refere ao benefício proporcionado pelos gestores de fundos, Cotrim (2012) afirma que os gestores de FICs brasileiros conseguem gerar valor ao selecionarem as estratégias que comporão a carteira do fundo, porém destroem valor ao tentarem antecipar os movimentos de mercado e ao escolherem os melhores fundos dentro de cada estratégia.

Geralmente, os FICs são incluídos nos estudos acadêmicos brasileiros como uma variável de controle (Assali, 2008; Malaquias & Eid, 2014; Malaquias & Mamede, 2015). Observando-se os argumentos anteriormente apresentados, os FICs apresentam uma estrutura diferente dos demais fundos de investimento, o que motivou a realização de um estudo com foco nesse tipo de investidor institucional. Dessa forma, o objetivo geral desta pesquisa consiste em analisar os fatores determinantes do retorno ajustado ao risco dos fundos de investimento em ações brasileiros, com foco nos fundos de cotas.

Conforme dados do *Investment Company Institute* (2014), em 2013, os ativos da indústria de fundos mútuos da América Latina somaram aproximadamente US\$ 1,2 trilhões, valor quase 25% superior ao observado em 2009, que foi de US\$ 905 bilhões. Vale ressaltar que a participação do Brasil nos ativos da indústria de fundos mútuos da América Latina foi de 85%, em 2013, o equivalente a quase US\$ 1,02 trilhões. Destaca-se ainda que houve um crescimento expressivo desses valores, uma vez que em 2009 o Brasil contava com US\$ 784 bilhões de ativos nesses fundos.

Ainda, de acordo com os dados do *Investment Company Institute* (2014), ao analisar os ativos da indústria de fundos mútuos dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), em 2013 o valor verificado foi de US\$ 1,75 trilhões, quase 26% maior que em 2009, apurado em US\$ 1,30 trilhões. Quanto à participação do Brasil em relação aos BRICS, em 2013, foi de

58,2% e em 2009 de 60,4%. Apesar da participação do Brasil, no que se refere aos valores dos ativos dos fundos, ser muito inferior nos BRICS em comparação à América Latina, ainda assim é bastante significativa, e por isso representa um mercado relevante para ser estudado.

Vale ressaltar que os FICs estão inseridos num segmento importante do mercado financeiro brasileiro: os investidores institucionais. Essa classe de investidores é responsável por movimentar quantidades significativas de recursos no mercado financeiro, caracterizando-se como os maiores investidores em fundos de investimento no Brasil (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2015).

2 REVISÃO DE LITERATURA

Os fundos de investimento estão entre as principais formas de captação e alocação de recursos financeiros existentes. O volume de recursos aplicados nesse tipo de investimento cresceu expressivamente no Brasil no início da década de 1990, com o processo de liberalização da economia. Proporcionou assim, a criação de vários novos fundos e o aumento do investimento nos fundos já existentes (Milani, Ceretta, Barba, & Casarin, 2010).

Conforme Bertin e Prather (2009), a indústria de fundos de investimento tem presenciado um rápido crescimento em uma categoria de fundos denominada fundos de investimento em cotas (FIC). Basicamente, os FICs são fundos que investem em participações de fundos tradicionais em vez de investirem diretamente no mercado financeiro. Ang *et al.* (2008) indicam três razões principais para o aumento da popularidade desses fundos: i) possibilidade dos investidores acessarem fundos de investimento que estão fechados para investidores individuais; ii) investimento mínimo necessário menor quando comparado com outros fundos; iii) acesso a portfólio diversificado, de modo que apenas investidores individuais com grande quantidade de capital conseguiriam replicar tal nível de diversificação.

Segundo Fothergill e Coke (2001), os FICs oferecem ao investidor uma ampla gama de alternativas de estratégias de investimento em função da combinação de diferentes fundos subjacentes na carteira do FIC, de modo que tal diversificação pode proporcionar retornos com baixos níveis de riscos. Além disso, por conta da estrutura dos FICs, investidores individuais tendem a obter maiores benefícios em termos de transparência do que alcançariam caso investissem em um fundo de investimento de modo direto, minimizando assim eventuais problemas com a escolha do fundo ou com o processo de *due diligence*, por exemplo.

Apesar desses benefícios, é importante destacar que os FICs apresentam custos e taxas adicionais em comparação aos fundos tradicionais, o que os torna mais caros. Conforme Ang *et al.* (2008), os FICs repassam aos investidores todas as taxas cobradas pelos fundos subjacentes na carteira do fundo de cotas. Além disso, existem taxas extras para compensar o gestor do fundo, as quais também são relevantes e podem corroer uma eventual performance acima do retorno esperado.

Ammann e Moerth (2008), ao compararem o desempenho de fundos de *hedge* tradicionais e FICs de fundos de *hedge*, observaram que no período de janeiro de 1994 a abril de 2005 o retorno médio anual dos fundos de *hedge* foi de 8,42%, enquanto que os FICs apresentaram 6,53% de retorno médio anual para o mesmo período. Os autores atribuíram essa diferença de performance justamente à estrutura de taxas dos FICs, de modo que os resultados sugeriram uma incidência de taxas adicionais de 1,84% por ano em comparação aos fundos de *hedge* diretos, número muito próximo da diferença entre o desempenho médio anual (1,89% ao ano).

Quanto à rentabilidade, vale destacar alguns estudos sobre FICs de *private equity*, como o de Aggarwal, Sharma e Prashar (2012), que, ao relacionar três índices de FICs de *private equity* com cinco índices de mercado (AORD, SSE Composite, N225, FTSE 100 e S&P500), evidenciou que dois dos três índices de FICs demonstraram maiores retornos anuais do que quatro dos índices de mercado em quatro dos cinco anos analisados. Gresch e Wyss (2011), ao analisarem 1.641 fundos de *private equity*, indicaram que os FICs são mais atrativos no que se refere à relação risco e retorno do que os fundos de investimento diretos.

Por outro lado, Denvir e Hutson (2006), ao analisarem dados de 332 FICs, no período de janeiro de 1990 a maio de 2003, verificaram pior desempenho em comparação a fundos de *hedge* individuais, por conta das taxas elevadas inerentes à estrutura dos FICs. Apesar disso,

os autores também evidenciaram características valiosas dos FICs que compensam esse problema, como, por exemplo, o fato de seus retornos não sofrerem da mesma assimetria negativa que caracteriza o retorno de fundos de *hedge*.

No caso dos FICs brasileiros, os resultados do estudo de Malaquias e Mamede (2015) sugeriram melhores indicadores de desempenho em comparação aos demais fundos de investimento, mesmo com a estrutura que envolve maiores taxas.

Similarmente, Rocco (2009) estudou a rentabilidade, volatilidade, patrimônio líquido e o retorno ajustado ao risco de fundos multimercados brasileiros, comparando os resultados de fundos diretos e FICs no período de 2002 a 2007. Dentre os resultados, Rocco (2009) encontrou evidências de maior Índice de Sharpe para fundos de investimento em cotas de outros fundos em relação a fundos que investem diretamente em ativos do mercado.

Adicionalmente, Malaquias e Eid (2014), ao analisarem fundos multimercados brasileiros, verificaram que os FICs, mesmo com a estrutura com maiores incidências de taxas do que nos fundos tradicionais, conseguem agregar mais valor do que os demais fundos multimercados analisados. A justificativa indicada para isso é que os FICs conseguem encontrar oportunidades de negociação previstas em um segmento que não se mostra de acordo com a Hipótese de Eficiência de Mercado. Vale ressaltar ainda que, conforme os autores, o tamanho dos fundos, independentemente do período analisado, apresentou relação positiva com a performance, ou seja, quanto maior o fundo melhor o seu desempenho.

De acordo com Geranio e Zanotti (2005), os FICs possuem a maior taxa de administração em comparação com as outras categorias de fundos. Essa taxa reflete os custos com a forma pela qual a gestão dos fundos é feita. Os FICs que investem em sistemas pela sua mesma empresa gestora de ativos cobram apenas uma comissão, enquanto os que compram fundos em outra empresa gestora adicionam taxa de administração extra para compensar os serviços de alocação de ativos. Os autores ainda indicaram duas explicações para as taxas mais altas dos FICs: i) um preço *premium* por conta do benefício proporcionado pela diversificação; ii) a predominância de fundos de cotas que investem em sistemas não geridos pelo mesmo promotor. Esses argumentos levam a pensar que a relação da performance com a taxa de administração dos FICs pode apresentar um comportamento diferente daquele apresentado nos fundos tradicionais.

Alguns estudos sugerem que, embora os FICs sejam mais caros, isso pode ser compensado pelos benefícios proporcionados por conta da diversificação. Em comparação aos fundos de investimento tradicionais, a pesquisa de Bertin e Prather (2009) indicou, durante o período de 1996 a 2003, desempenho favorável, principalmente por conta da diversificação dos gestores de fundos. O estudo ainda apontou que a identificação da equipe de gestores e o conhecimento de gestão influenciam no desempenho FICs.

Ao comparar o desempenho entre fundos de cotas especializados (diversificam apenas entre gestores, mas ficam dentro de uma única estratégia de fundo) e diversificados (diversificam tanto entre gestores quanto de estratégias de fundo), Dai e Shawky (2010) encontraram evidências de melhores resultados e menor risco quanto maior a diversificação. Amo, Harasty e Hillion (2007) também estudaram os benefícios da diversificação nos FICs. Seus resultados indicaram que ao adicionar apenas um pequeno número de fundos de *hedge*, não mais que seis, o risco do fundo de cotas de *hedge* cai pela metade em comparação com fundos de *hedge* individuais.

Em discordância aos trabalhos anteriores sobre diversificação, conforme Brown, Gregoriou e Pascalau (2012), a redução do risco proporcionada pelos FICs tende a acabar quando atinge entre 10 a 20 fundos de *hedge* subjacentes. Além disso, a diversificação acima de 25 fundos subjacentes leva, na maioria dos casos, a uma redução significativa no desempenho. Desse modo, percebe-se que existem limites relevantes no que tange à diversificação proporcionada pelos FICs.

Brands e Gallagher (2005) também afirmam que, independentemente da estratégia de seleção de portfólio, a maioria dos ganhos de diversificação dos FICs são obtidos com um portfólio que compreende apenas seis fundos. Após esse ponto, os aumentos incrementais no número de fundos mantidos no portfólio não apresentam ganhos significativos do ponto de vista do risco e retorno.

Ainda, no que se refere ao portfólio dos fundos, Milan e Eid (2014) analisaram a rotatividade das carteiras de fundos de investimento em ações brasileiros no período de 2007 a 2011, a fim de identificar eventuais efeitos no desempenho. Os principais resultados expostos pelos autores indicaram que níveis elevados de rotatividade mensal das carteiras exercem efeito negativo sobre a performance. Além disso, os FICs apresentaram índices de rotatividade mensais significativamente menores do que os fundos de ações, sugerindo, portanto, que os FICs tendem a manter suas carteiras de ativos estáveis.

Outro fator que pode representar uma importante vantagem para os FICs refere-se à escolha do gestor. Borges e Martelanc (2015), a partir de dez mil simulações com dados, provenientes de fundos de investimento de ações brasileiros no período de 2000 a 2013, encontraram evidências consistentes da existência de habilidade dos gestores de fundos em produzir retornos anormais positivos, isto é, superiores aos que seriam obtidos por pura sorte, especialmente em gestores de grandes fundos.

Nesse contexto, Reddy, Brady e Patel (2007) afirmam que os FICs conseguem escolher gestores de um grande universo de fundos, enquanto que um gestor multi-estratégia, por exemplo, fica limitado a sua habilidade de contratar equipes conforme cada estratégia que participa. Assim, de certa forma, é possível afirmar que um FIC tem acesso aos melhores gestores para uma ampla gama de estratégia de investimentos. Isso pode representar um impacto positivo no desempenho do fundo, caso consiga montar um portfólio com gestores acima da média.

Turner (2004) destaca que ao investir em um FIC, diferentemente do que ocorre em um fundo de investimento comum, o gestor do fundo de cotas consegue adicionar valor por meio da habilidade de escolher o melhor mix de mercados ou classe de ativos para investir. Identifica os gestores de fundos individuais que estão mais bem preparados para entregar valor nesses mercados, de modo a atingir os objetivos de investimento do fundo de cotas.

Nesse sentido, Aiken, Clifford e Ellis (2015) examinaram as carteiras dos fundos de fundos de *hedge*, a fim de identificar os canais por meio dos quais os FICs adicionam valor para seus clientes. Apesar dos mencionados autores identificarem carteiras mantidas pelos FICs compostas por diversos fundos, cujas quais seriam dispendiosas e inviáveis para investidores individuais gerenciarem por conta própria, as evidências sugeriram que os FICs não possuem habilidade extraordinária na escolha de seus fundos de *hedge* subjacentes. Em outras palavras, os FICs podem aplicar recursos em fundos com fraco desempenho futuro. Por outro lado, Aiken *et al.* (2015) demonstraram que os FICs são hábeis nas decisões de término de investimento, ou seja, depois que um FIC liquida sua posição em um fundo de *hedge*, posteriormente tende a apresentar pior desempenho (mais frequentemente). Assim, Aiken *et al.* (2015) entendem que os FICs exercem papel fundamental como intermediários nos mercados em que os custos de transação são significantes.

Em contrapartida, Cotrim (2012), ao estudar fundos de fundos de *hedge* brasileiros, classificados como fundos multigestor, verificou que os gestores desses fundos conseguem gerar valor ao selecionarem as estratégias que comporão a carteira do respectivo fundo multigestor, porém destroem valor ao tentarem antecipar os movimentos de mercado e, além disso, não conseguem escolher os melhores fundos dentro de cada estratégia.

Os resultados da pesquisa de Kat e Helder, apresentados em Gregoriou (2006), indicaram que a maioria dos FICs, em termos de retorno aos investidores, não demonstraram adicionar valor, o que não significa que esses fundos não tenham utilidade, uma vez que devido às vantagens descritas anteriormente, como baixo investimento necessário, permitem que pequenos investidores tenham acesso a portfólio de fundos diversificado. O estudo de Amenc e Vaissié (2006) mostrou que aproximadamente 89% dos FICs demonstraram criar valor em termos de construção de portfólio e 31% apresentaram adicionar valor por meio de gestão ativa. Contudo, ao considerar ambas, construção de portfólio e gestão, apenas 20% apresentaram criação de valor.

Edelman, Fung, Hsieh e Naik (2012) utilizaram uma base de dados de 1.591 FICs de *hedge* para verificar o desempenho de portfólios de fundos de *hedge* diversificados durante o período de janeiro de 2005 até dezembro de 2010. Seus resultados demonstraram que os retornos dos FICs analisados são, em grande parte, impulsionados pela exposição a fatores de risco sistemático. Além disso, os FICs apresentaram retorno médio acumulado positivo, quando

expostos a diferentes fontes de risco sistemático, apenas no primeiro período analisado (compreendido entre janeiro de 2005 a junho de 2007).

De acordo com Leusin (2006), apesar de os FICs apresentarem muitas vantagens para o investidor, como diversificação, escolha dos profissionais que irão gerir os fundos, acesso do pequeno investidor a fundos restritos, entre outros, o efeito das taxas incidentes gera um custo muito elevado para os cotistas, de modo a restringir a atratividade desses investimentos. Os resultados do trabalho de Leusin (2006) indicaram que, embora os gestores consigam agregar valor ao investidor, o excesso de taxas compromete muito o retorno, corroendo grande parte da vantagem desse tipo de investimento.

Conforme Füss, Kaiser e Strittmatter (2009), características como tamanho e idade também podem influenciar o desempenho risco/retorno dos fundos. Os resultados mostraram que o retorno diminui para pequenos FICs e aumenta para grandes FICs, quando a experiência (idade) dos fundos cresce. A explicação para isso é que FICs novos tendem a ser mais cautelosos no risco tomado, mais diversificados e ter volatilidade total de retorno menor do que os mais velhos. Shauky e Wang (2014) também verificaram que os maiores tendem a ter melhor desempenho que os fundos menores, isso porque como os FICs não geram portfólios de ativos diretos, eles estão menos sujeitos aos custos de liquidez associados a portfólios elevados de ativos em outros tipos de investimentos.

Outro aspecto que merece destaque refere-se aos períodos de crise. Existem evidências na literatura de que períodos de crise podem exercer algum efeito sobre a performance dos fundos de investimento. Em seu estudo sobre fundos multimercados brasileiros, Malaquias e Eid (2014) estabeleceram uma variável para verificar eventual influência dos períodos de crise sobre o desempenho dos fundos, de modo que o período de janeiro de 2005 a maio de 2008 foi considerado um momento de mercado em alta e o intervalo temporal entre junho de 2008 a agosto de 2011 um período de crise. Os resultados da pesquisa de Malaquias e Eid (2014), nesse contexto, demonstraram diferenças estatisticamente significativas entre a performance média dos fundos em períodos de crise e em períodos de estabilidade. Nos períodos de crise o desempenho médio dos fundos foi pior.

Similarmente, Joaquim e Moura (2011) analisaram desempenho e indicadores de persistência de fundos multimercados brasileiros no período compreendido entre 2007 e 2011, observando os efeitos que a crise de 2008 poderia exercer na performance. Dentre os resultados, os autores verificaram, mesmo no período de crise, a existência de retornos anormais e persistência para uma quantidade significativa de fundos em nível agregado, porém poucos fundos demonstraram persistência de desempenho em nível individual, de modo que o desempenho decresceu conforme aumento no horizonte temporal.

Garay, Hernández e Rivillo (2017) analisaram o comportamento de variáveis microeconômicas de fundos multimercados durante o período anterior à crise de 2008, com o objetivo de identificar se tais elementos poderiam prever a probabilidade de sobrevivência dos FICs no período de crise. Dentre os resultados do estudo, foi observado que a probabilidade de sobrevivência dos FICs durante a crise financeira global de 2008 pode ser explicada pelo comportamento da estimativa de retorno médio, do desvio padrão dos retornos mensais, da taxa de administração, da taxa de performance e do coeficiente de curtose dos retornos mensais.

De maneira geral, é possível perceber que parece ser consenso entre os estudos que os FICs tendem a ser menos rentáveis quando comparados com a rentabilidade dos fundos de investimento tradicionais, principalmente por conta de sua estrutura, que apresenta taxas adicionais. Apesar disso, alguns trabalhos indicam que o fato pode ser compensado por meio de outros benefícios proporcionados, principalmente pela diversificação e gestão desses fundos. Mesmo assim, não se pode afirmar que tais fatores são benefícios incontestáveis, uma vez que, como visto, a diversificação possui limites e há controvérsias quanto ao valor criado pelos gestores, o que motiva e mostra a oportunidade de se realizar um novo estudo sobre o assunto.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a realização deste estudo, foram considerados todos os fundos de ações com dados mensais disponíveis no banco de dados Economatica para o período de janeiro de 2005 até março de 2016. O ano de 2005 foi escolhido em razão de utilizar o período após a harmonização do conteúdo divulgado pelos fundos de investimento (Instrução CVM n. 409, n. 411, n. 413, 2004). A data final foi selecionada em razão de ser o mês com dados mais recentes disponíveis durante o período de coleta (que se encerrou em julho/2016), o que proporcionou 1.723 fundos disponíveis. É importante destacar que a amostra engloba fundos em atividade, bem como fundos que foram encerrados durante o período.

Foram incluídos no estudo quatro fatores que trabalhos anteriores já apontaram ter uma relação significativa com a performance. São eles:

i) taxa de administração: considerada nos estudos de Dai e Shawky (2010), Sialm, Sun e Zheng (2013) e Malaquias e Eid (2014). Espera-se encontrar neste trabalho uma relação negativa entre a taxa de administração e a rentabilidade, uma vez que a incidência dessas taxas não está necessariamente atrelada ao bom desempenho de determinado fundo e, por isso, tendem a corroer os ganhos. Forma de mensuração: taxa máxima de administração cobrada pelos fundos anualmente;

ii) taxa de performance: considerada nos estudos de Brown, Goetzmann e Liang (2003), Dai e Shawky (2010) e Malaquias e Eid (2014). Diferentemente do que ocorre com as taxas de administração, as taxas de performance representam um incentivo aos gestores dos fundos para obter bom resultado. Assim, espera-se encontrar neste estudo uma relação positiva entre a taxa de performance e o desempenho. Forma de mensuração: variável *dummy*, recebendo 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais;

iii) tamanho do fundo: considerado nos estudos de Füss *et al.* (2009), Shawky e Wang (2014), Malaquias e Eid (2014) e Malaquias e Mamede (2015). Espera-se encontrar neste trabalho uma relação positiva entre o tamanho do fundo e o desempenho, tendo em vista que fundos maiores tendem a possuir menores custos operacionais por conta de economias de escala. Forma de mensuração: logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido médio do fundo durante o período de observação;

iv) idade do fundo: considerada nos estudos de Agarwal e Kale (2007), Füss *et al.* (2009), Li, Zhang e Zhao (2011) e Malaquias e Mamede (2015). Com base nesses estudos, existem evidências tanto para uma relação positiva entre idade e performance, tendo em vista que os fundos novos apresentam custos iniciais com a construção do portfólio e maior cautela nos investimentos, como também para uma relação negativa, uma vez que podem apresentar melhor desempenho por estarem mais propensos a utilizar estratégias de investimento inovadoras, com o intuito de se estabelecerem no mercado. Forma de mensuração: idade, em anos, com base na última observação disponível para cada fundo.

A Tabela 1 apresenta uma síntese das variáveis em estudo:

Tabela 1

Variáveis em estudo

Variável	Descrição	Literatura
ind_sharpe	Índice de Sharpe	Joaquim e Moura (2011), Milan e Eid (2014) e Malaquias e Eid (2014).
fic	<i>dummy</i> para fundo de cotas (fic), recebendo 1 para fundos de cotas e 0 para os demais	Assali (2008), Malaquias e Eid (2014) e Malaquias e Mamede (2015)
taxa_adm	taxa máxima de administração cobrada pelos fundos anualmente	Dai e Shawky (2010), Sialm, Sun e Zheng (2013) e Malaquias e Eid (2014).
taxa_perf	variável <i>dummy</i> , recebendo 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais	Brown, Goetzmann e Liang (2003), Dai e Shawky (2010) e Malaquias e Eid (2014).
tamanho	logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido médio do fundo durante o período de observação	Füss <i>et al.</i> (2009), Shawky e Wang (2014), Malaquias e Eid (2014) e Malaquias e Mamede (2015)
idade	idade, em anos, com base na última observação disponível para cada fundo	Agarwal e Kale (2007), Füss <i>et al.</i> (2009), Li <i>et al.</i> (2011) e Malaquias e Mamede (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para ajustar a performance pelo risco, foi utilizado o Índice de Sharpe, que indica o retorno médio acima da taxa livre de risco, ponderado pela volatilidade dos retornos. A estimativa para taxa livre de riscos utilizada neste estudo foi a rentabilidade mensal da SELIC. Assim, a variável dependente do modelo quantitativo é o output do Índice de Sharpe, para cada fundo. A principal variável independente é a *dummy* para fundo de cotas (*fic*), recebendo 1 para fundos de cotas e 0 para os demais. As outras variáveis independentes são aquelas já apresentadas: tamanho, idade, taxa de administração e taxa de performance. O modelo quantitativo elaborado está indicado a seguir:

$$ind_sharpe_i = \beta_0 + \beta_1 fic_i + \beta_2 tamanho_i + \beta_3 taxa_adm_i + \beta_4 taxa_perf_i + \beta_5 idade_i + \varepsilon_i$$

em que, *ind_sharpe* representa o Índice de Sharpe no período; *fic* uma variável *dummy* para fundo de cotas, recebendo 1 para fundos de cotas e 0 para os demais; *tamanho* representa o logaritmo neperiano do Patrimônio Líquido médio dos fundos; *taxa_adm* representa a taxa máxima de administração cobrada pelos fundos; *taxa_perf* representa uma variável *dummy*, recebendo 1 para fundos que cobram taxa de performance e zero para os demais; *idade* representa a idade dos fundos em anos.

É oportuno indicar que foi realizada uma análise adicional, incluindo a segregação do modelo em dois diferentes períodos econômicos. Para a escolha dos períodos, inicialmente foi calculado o prêmio pelo risco mensal de todos os fundos da amostra. Em seguida, calculou-se, por ano, o prêmio médio pelo risco. Observou-se que os anos de 2008, 2011, 2013, 2014 e 2015 apresentaram prêmio médio pelo risco negativo, enquanto que nos demais períodos o prêmio médio pelo risco foi positivo. Dessa forma, as informações dos referidos períodos (2008, 2011, 2013, 2014 e 2015) foram consideradas como dentro de períodos de crise.

O modelo quantitativo foi estimado com base na análise de regressão multivariada com erros padrão robustos a heterocedasticidade (uma vez que o teste de White foi estatisticamente significativo nos modelos estimados neste estudo - Tabelas 3, 4 e 5). Segundo Hair, Black, Babin, Anderson e Tatham (2009), a análise de regressão multivariada consiste em uma técnica estatística usada para examinar a relação entre uma única variável dependente e um conjunto de variáveis independentes, com ampla aplicabilidade em problemas de pesquisa que visam à previsão e à explicação.

4 RESULTADOS

A Tabela 2, a seguir, apresenta a estatística descritiva para as variáveis do estudo. O Índice de Sharpe médio aponta que o valor adicionado pelos fundos, em média, não supera a taxa livre de risco de cada período (pois sua média é igual a -0,093). Aproximadamente 40% da amostra é composta por fundos de cotas (39,6%) e 47% deles cobram taxa de performance de seus cotistas.

Tabela 2
Estatística descritiva

Variável	n	Média	Desv. Pad.	Mín.	Máx.
tamanho	1.723	16,933	1,503	12,204	22,299
fic	1.723	0,396	a	0,000	1,000
taxa_adm	1.723	1,601	1,237	0,000	10,000
taxa_perf	1.723	0,470	a	0,000	1,000
idade	1.723	6,916	5,913	1,017	49,456
ind_sharpe	1.723	-0,093	0,156	-0,945	0,801

Fonte: Elaborado pelos autores. a = valores suprimidos em função de as variáveis serem *dummies*.

A Tabela 3 contém os resultados para a análise de regressão, com o objetivo de se testar a hipótese do estudo. Essa análise envolve todos os fundos da amostra (ou seja, não possui o viés de sobrevivência, por não desconsiderar fundos fechados no período). Os

resultados indicaram que todas as variáveis utilizadas foram importantes para entender as variações do Índice de Sharpe dos fundos, pois foram estatisticamente significativas até o nível de 5%. Os resultados também indicaram a ausência de problemas decorrentes de multicolinearidade, uma vez que o teste VIF ficou abaixo de 5.

Tabela 3

Resultados para a análise de regressão (todos os fundos)

Variável	beta	erro padrão (robusto)	t	sig.
tamanho	0.033	0.003	12.320	0.000
taxa_adm	-0.012	0.003	-4.020	0.000
taxa_perf	-0.017	0.007	-2.420	0.016
idade	0.004	0.001	6.470	0.000
fic	0.034	0.007	4.640	0.000
constante	-0.658	0.045	-14.500	0.000

Nota. R-quadrado ajustado = 17,02%. Máximo valor para a estatística VIF: 1,29. Os valores extremos para a variável dependente (nesse caso, 5% do banco de dados) foram excluídos e o modelo foi estimado novamente; os coeficientes, em termos de sinal e nível de significância, foram equivalentes. Indicaram que os resultados não parecem estar sendo influenciados por potenciais efeitos de valores extremos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

De maneira geral, os resultados indicaram melhores indicadores de performance para os Fundos de Investimento em Cotas (FICs) em comparação aos demais fundos da amostra. Tais evidências estão em discordância com alguns trabalhos observados na literatura sobre o tema, como os de Denvir e Hutson (2006), Gregoriou (2006), Leusin (2006), Ang *et al.* (2008) e Edelman *et al.* (2012), os quais demonstraram pior desempenho dos FICs. Porém, é importante ressaltar que os resultados verificados nesta pesquisa estão em conformidade com os estudos recentes desses fundos no mercado brasileiro, como os apresentados por Malaquias e Eid (2014) e Malaquias e Mamede (2015). Bertin e Prather (2009) também constataram melhor desempenho dos FICs em relação aos fundos tradicionais.

Conforme já comentado, todas as variáveis de controle apresentaram relação significativa com a variável dependente. Assim como os resultados dos trabalhos de Füss *et al.* (2009), Malaquias e Eid (2014), Shawky e Wang (2014) e Malaquias e Mamede (2015), foi verificada neste estudo uma relação positiva entre o tamanho do fundo, medido por seu patrimônio líquido, e a performance, isto é, o retorno ajustado ao risco é menor para fundos pequenos e maior para fundos grandes. Os fundos maiores tendem a conseguir economias de escala que podem impactar em melhor desempenho. Além disso, a melhor performance dos fundos grandes pode ser também um reflexo dos benefícios proporcionados pela maior diversificação, conforme os estudos de Amo *et al.* (2007), Bertin e Prather (2009) e Dai e Shawky (2010).

Ao considerar a idade dos fundos, os resultados foram convergentes aos encontrados por Füss *et al.* (2009) e Malaquias e Mamede (2015), uma vez que foi encontrada uma relação positiva entre a idade e o retorno, de modo que os fundos novos não apresentaram melhor desempenho do que os fundos antigos. O raciocínio de que os fundos novos estão mais propensos a buscar alternativas de investimento arrojadas na tentativa de obter melhores resultados do que os fundos já estabelecidos, para que assim consigam ganhar espaço no mercado, não parece ser aderente às características dos fundos da amostra deste estudo. A análise quantitativa também apresentou indícios de que as taxas de administração e taxas de performance estão relacionadas com menor performance alcançada pelos fundos.

Como o objetivo de analisar se os resultados seriam equivalentes considerando-se apenas os fundos em atividade, os fundos fechados durante o período foram excluídos da amostra e o modelo foi estimado novamente (total de fundos em atividade: 1.370). A Tabela 4 contém os resultados e indica que o modelo com todos os fundos apresenta melhor poder de explicação (o r-quadrado ajustado do primeiro modelo é superior).

Tabela 4
Resultados para a análise de regressão (apenas fundos sobreviventes)

Variável	Beta	erro padrão (robusto)	t	sig.
tamanho	0.027	0.003	10.470	0.000
taxa_adm	-0.012	0.003	-3.920	0.000
taxa_perf	-0.012	0.007	-1.710	0.088
idade	0.003	0.001	5.380	0.000
fic	0.027	0.007	3.680	0.000
constante	-0.560	0.045	-12.490	0.000

Nota. R-quadrado ajustado = 13,87%. Máximo valor para a estatística VIF: 1,31. Os valores extremos para a variável dependente (nesse caso, 5% do banco de dados) foram excluídos e o modelo foi estimado novamente; os coeficientes, em termos de sinal e nível de significância, foram equivalentes, indicando que os resultados não parecem estar sendo influenciados por potenciais efeitos de valores extremos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados apresentados na Tabela 4 são equivalentes àqueles apresentados na Tabela 4, exceto pela variável Taxa de Performance, que deixou de ser significativa ao nível de 5%, mas continua significativa ao nível de 10%. A análise da principal hipótese do estudo continua a mesma: fundos de cotas registraram melhor indicador de retorno ajustado ao risco. Tendo em vista os resultados apresentados, percebe-se que, mesmo possuindo uma estrutura com maior incidência de taxas, os FICs conseguem se destacar no seu desempenho perante os outros tipos de fundos. Assim sendo, podem representar uma alternativa oportuna para os investidores, pois além da sua performance superior, observada neste trabalho, possuem benefícios incomuns em demais tipos de investimento, como acesso a fundos fechados, baixo investimento inicial, acesso a portfólio diversificado, entre outros. Com o objetivo de verificar potenciais efeitos de períodos de crise nos resultados deste estudo, foi realizada uma nova análise de regressão, cujos resultados estão disponíveis na Tabela 5.

Tabela 5
Resultados para a análise de regressão (apenas fundos sobreviventes, considerando o controle por diferentes períodos)

Variável	beta	erro padrão (robusto)	t	sig.
crise	-0.615	0.022	-27.700	0.000
tamanho	0.024	0.008	2.920	0.004
taxa_adm	-0.021	0.009	-2.270	0.023
taxa_perf	0.030	0.022	1.320	0.186
idade	-0.005	0.002	-3.090	0.002
fic	0.138	0.027	5.130	0.000
constante	-0.066	0.135	-0.490	0.624

Nota. R-quadrado ajustado = 24,23%. Máximo valor para a estatística VIF: 1,31. Crise = variável *dummy* que recebe 1 para os Índices de Sharpe no período de 2008, 2011, 2013, 2014 e 2015, recebendo 0 para os Índices de Sharpe obtidos nos demais períodos. Os valores extremos para a variável dependente (nesse caso, 5% do banco de dados) foram excluídos e o modelo foi estimado novamente; os coeficientes, em termos de sinal e nível de significância, foram equivalentes, indicando que os resultados não parecem estar sendo influenciados por potenciais efeitos de valores extremos.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados disponíveis na Tabela 5 estão coerentes com a literatura (Malaquias & Eid, 2014), de que os períodos de crise podem afetar de maneira significativa a performance dos fundos. Entretanto, mesmo com o controle por períodos de crise, as variáveis Tamanho e Fundos de Cotas continuaram apresentando-se com efeito positivo e estatisticamente significativo.

Por outro lado, ressalva-se que, tanto na Tabela 3 como na Tabela 4, os coeficientes encontrados, apesar de estatisticamente significativos, podem não apresentar significância econômica. Diante disso, foram estimados o D de Cohen para as variáveis analisadas

considerando a diferença entre grupos de fundos de investimento tradicionais (não-FICs) e FICs, conforme indicado na Tabela 6.

Tabela 6
Tamanho de efeito por grupo (não-FICs e FICs)

Variável	D de Cohen	Intervalo de Confiança (95%)	
ind_sharpe	-0,172	-0,269	-0,754
Tamanho	-0,016	-0,113	0,080
taxa_adm	-0,535	-0,633	-0,437
taxa_perf	-0,143	-0,239	-0,046
idade	-0,054	-0,151	0,042

Nota. observações de não-FICs = 1.040; observações de FICs = 683.
Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 6, observa-se que, em média, os FICs demonstraram Índice de Sharpe superior em comparação aos outros fundos da amostra, de modo que o tamanho do efeito estimado pelo D de Cohen pode ser classificado como mediano (-0,172). Isso quer dizer que, em termos práticos, há alguma significância econômica de desempenho superior dos FICs, suprimindo a possibilidade de eventuais resultados enganosos indicados na análise de regressão, provenientes do tamanho elevado da amostra.

Deve-se mencionar que, ainda no que se refere à análise do tamanho de efeito, os FICs apresentaram, em média, taxas mais altas do que os demais fundos. O tamanho do efeito estimado pelo D de Cohen foi classificado como grande para a taxa de administração (-0,535) e pequeno para a taxa de performance (-0,143). Esses resultados corroboram trabalhos anteriores que já demonstraram empiricamente a incidência de taxas superiores nos FICs em função de sua estrutura, tais como Geranio e Zanotti (2005), Denvir e Hutson (2006), Ang *et al.* (2008), Ammann e Moerth (2008). O tamanho de efeito observado para as variáveis idade (-0,054) e tamanho (-0,016) parece não ter sido economicamente significativo.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho foi desenvolvido com o objetivo geral de analisar a performance dos fundos de investimentos em cotas, considerando um cenário com argumentos favoráveis e contrários à geração de valor extraordinário desses fundos, especialmente em decorrência de uma estrutura que pode envolver dupla cobrança de taxas. A base de dados englobou 1.723 fundos de ações e os resultados encontrados foram testados na amostra completa, bem como em uma subamostra, apenas com os fundos sobreviventes no período. Os resultados nessas duas amostras foram equivalentes para o principal teste de hipótese do estudo. Observando-se estudos anteriores, quatro variáveis de controle foram também adicionadas ao estudo, quais sejam: tamanho e idade, que apresentaram relação positiva com o retorno ajustado ao risco, e taxas de administração e de performance, que apresentaram relação negativa com a performance.

O principal resultado indicou que os FICs pertencentes à amostra do estudo apresentaram melhores índices de retorno ajustado ao risco, o que está alinhado com argumentos já disponíveis na literatura, como nos estudos de Turner (2004), Dai e Shawky (2010) e Malaquias e Mamede (2015). As evidências obtidas neste estudo também sugerem a possível vantagem dos FICs no que diz respeito à gestão dos fundos. Muitas críticas são feitas por conta do seu elevado custo de gestão, uma vez que, além das taxas de administração dos fundos subjacentes, podem existir taxas extras para compensar o gestor do fundo de cotas. O fato de esta pesquisa indicar melhor retorno ajustado ao risco dos FICs, em comparação aos fundos tradicionais, aponta evidências de que as estratégias de gestão por parte dos gestores de fundos de cotas podem favorecer a identificação de ativos com potencial de superar o benchmark, estratégias essas que podem funcionar bem no segmento de fundos de investimento (em que os fundos de cotas atuam).

Ao avaliar se essa diferença de desempenho entre os FICs e os demais fundos da amostra mostrou-se expressiva em termos econômicos, os resultados dos testes de tamanho de efeito indicaram que, no que diz respeito à diferença entre as médias do Índice de Sharpe, o tamanho do efeito encontrado foi classificado como mediano, ou seja, corroboraram os achados da análise de regressão. Do mesmo modo, os testes de tamanho de efeito indicaram que os FICs cobram taxas maiores em relação aos fundos tradicionais, especialmente taxas de administração.

Este trabalho avança em relação aos demais que já foram desenvolvidos sobre o assunto, sobretudo, ao propor uma análise que tem como foco especificamente os FICs, os quais são normalmente preteridos das amostras dos estudos de fundos de investimentos no Brasil. Além disso, contribui para a literatura da área ao indicar resultados que podem respaldar discussões futuras a respeito do potencial desses fundos como alternativa de investimento, inclusive quando comparados aos fundos tradicionais.

A principal limitação relacionada a este estudo encontra-se na base de dados, que considera apenas a classe de fundos de ações, quando existem outros tipos de fundos de gestão ativa no Brasil, como é o caso dos fundos multimercados. Nos fundos multimercados, há também a possibilidade de operação dos FICs, e novos estudos sobre o assunto podem ser desenvolvidos para verificar se os resultados são aderentes ou não aos encontrados nesta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- Agarwal, V. & Kale, J. R. (2007). On the relative performance of multi-strategy and funds of hedge funds. *Journal of Investment Management*, 5(3), 41.
- Aggarwal, R., Sharma, M., & Prashar, E. (2012). Fund of Funds Company Indices: Performance Analysis and Maximizing the Coefficient of Determination. *The Journal of Private Equity*, 16(1), 100.
- Aiken, A. L., Clifford, C. P., & Ellis, J. (2015). The Value of Funds of Hedge Funds: Evidence from Their Holdings. *Management Science*, 61(10), 2415-2429.
- Amenc, N. & Vaissié, M. (2006). Determinants of Funds of Hedge Funds' Performance. *The Journal of Investing*, 15(4), 46-52.
- Ammann, M. & Moerth, P. (2008). Performance of Funds of Hedge Funds. *The Journal of Wealth Management*, 11(1), 46-63.
- Amo, A. V., Harasty, H., & Hillion, P. (2007). Diversification benefits of funds of hedge funds: Identifying the optimal number of hedge funds. *The Journal of Alternative Investments*, 10(2), 10.
- Ang, A., Rhodes-Kropf, M. & Zhao, R. (2008). *Do funds-of-funds deserve their fees-on-fees?* (No. w13944). National Bureau of Economic Research.
- Assali, N. A. (2008). *Análise de desempenho e características de fundos de fundos multigestores do mercado Brasileiro no período de setembro/1998 a Agosto/2007*. Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial, Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – EESP-FGV, São Paulo, SP, Brasil.
- Bertin, W. J. & Prather, L. (2009). Management structure and the performance of funds of mutual funds. *Journal of business research*, 62(12), 1364-1369.
- Borges, E. C. & Martelanc, R. (2015). Sorte ou habilidade: uma avaliação dos fundos de investimento no Brasil. *Revista de Administração*, 50(2), 196-207.
- Brands, S. & Gallagher, D. R. (2005). Portfolio selection, diversification and fund-of-funds: a note. *Accounting & Finance*, 45(2), 185-197.
- Brown, S. J., Goetzmann, W. N., & Liang, B. (2003). *Fees on fees in funds of funds* (No. w9464). National Bureau of Economic Research.

- Brown, S. J., Gregoriou, G. N., & Pascalau, R. (2012). Diversification in funds of hedge funds: Is it possible to overdiversify?. *Review of Asset Pricing Studies*, 2(1), 89-110.
- Cotrim, F. M. (2012). *Um estudo sobre a capacidade de gestores de fundos multigestor adicionarem valor aos cotistas*. Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial, Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas – EPGE-FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Dai, N. & Shawky, H. A. (2010). Diversification Strategies and the Performance of Funds of Hedge Funds. *Available at SSRN 1719749*.
- Denvir, E. & Hutson, E. (2006). The performance and diversification benefits of funds of hedge funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 16(1), 4-22.
- Edelman, D., Fung, W., Hsieh, D. A., & Naik, N. Y. (2012). Funds of hedge funds: performance, risk and capital formation 2005 to 2010. *Financial Markets and Portfolio Management*, 26(1), 87-108.
- Fothergill, M. & Coke, C. (2001). Funds of Hedge Funds: An Introduction to Multi-Manager Funds. *The Journal of Alternative Investments*, 4(2), 7-16.
- Füss, R., Kaiser, D. G., & Strittmatter, A. (2009). Measuring funds of hedge funds performance using quantile regressions: Do experience and size matter?. *The Journal of Alternative Investments*, 12(2), 41.
- Garay, U., Hernández, M., & Rivillo, C. (2017). Variables microeconómicas de los fondos de fondos de cobertura (FFC) y su desempeño durante la crisis financiera global 2008-2009. *Revista Finanzas y Política Económica*, 9(2), 373-396.
- Geranio, M. & Zanotti, G. (2005). Can mutual funds characteristics explain fees?. *Journal of Multinational Financial Management*, 15(4), 354-376.
- Gregoriou, G. N. (2006). *Funds of Hedge Funds: Performance, Assessment, Diversification, and Statistical Properties*. Elsevier, 2011.
- Gresch, N. & Von Wyss, R. (2011). Private Equity Funds of Funds vs. Funds: A Performance Comparison. *The Journal of Private Equity*, 14(2), 43.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. (2015). Os fundos de investimento no Brasil de 2008 a 2013: institucionalidades e interfaces com a política econômica.
- Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- Instrução CVM n. 411, de 26 de novembro de 2004*. Altera a Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- Instrução CVM n. 413, de 30 de dezembro de 2004*. Altera a Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários.
- Investment Company Institute (US). (2014). *Investment Company Fact Book*. Investment Company Institute. Recuperado de https://www.ici.org/pdf/2014_factbook.pdf
- Joaquim, G. P. G. & Moura, M. L. (2011). Performance and Persistence of Brazilian Hedge Funds during the Financial Crisis. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(4), 465-488.
- Leusin, L. M. C. (2006). *Análise de Fundo de Fundos: Um estudo para o caso brasileiro* (Dissertação de Mestrado Profissional em Finanças e Economia Empresarial). Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas – EPGE-FGV, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

- Li, H., Zhang, X., & Zhao, R. (2011). Investing in talents: Manager characteristics and hedge fund performances. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(01), 59-82.
- Malaquias, R. F. & Eid, W., Jr. E. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(4), 135.
- Malaquias, R. F. & Mamede, S. D. P. N. (2015). Efeito Calendário e Finanças Comportamentais no Segmento de Fundos Multimercados. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, 98.
- Milan, P. L. A. B. & Eid, W., Jr. (2014). Elevada Rotatividade de Carteiras e o Desempenho dos Fundos de Investimento em Ações. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), 469-497.
- Milani, B., Ceretta, P. S., Barba, F. G. de., & Casarin, F. (2010). Fundos de Investimento Brasileiros: a influência dos momentos superiores na avaliação de desempenho. *Revista Brasileira de Gestão e Negócios*, 10(36), 289-303.
- Reddy, G., Brady, P., & Patel, K. (2007). Are Funds of Funds Simply Multi-Strategy Managers with Extra Fees?. *The Journal of Alternative Investments*, 10(3), 49.
- Rocco, L. U. (2009). *Uma análise de desempenho dos fundos multimercados com renda variável e alavancagem no Brasil durante o período entre 2002-2007*. Monografia de Conclusão de Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, Florianópolis, SC, Brasil.
- Shawky, H. A. & Wang, Y. (2014). Liquidity Risk and Economies of Scale in Funds of Hedge Funds. *The Journal of Alternative Investments*, 17(2), 51.
- Sialm, C., Sun, Z., & Zheng, L. (2013). *Home bias and local contagion: Evidence from funds of hedge funds* (No. w19570). National Bureau of Economic Research.
- Turner, C. (2004). *International Funds: A practical guide to their establishment and operations*. Elsevier, Oxford.
- Varga, G. & Wengert, M. (2011). A indústria de fundos de investimentos no Brasil. *Revista de Economia e Administração*, 10(1).

RELAÇÃO ENTRE A REPUBLICAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E O *AUDIT DELAY*

RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL RESTATEMENTS AND AUDIT DELAY

VANESSA CHIUDINI

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC). Acadêmica do curso de especialização em Auditoria e Perícia da UNIDAVI. Endereço: Rua João Aurich, 2300 | Ponto Chic | 89140-000 | Ibirama/SC | Brasil.

E-mail: *vanessa.chiudini@hotmail.com*

PAULO ROBERTO DA CUNHA

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da FURB (PPGCC/FURB). Professor de Graduação em Ciências Contábeis da UDESC. Endereço: Campus I, Bloco D, Sala 202 | Rua Antônio da Veiga, 140 | Itoupava Seca | 89030-003 | Blumenau/SC | Brasil.

E-mail: *pauloccsa@gmail.com*

LEANDRO MARQUES

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Regional de Blumenau (FURB). Endereço: Campus I, Bloco D, Sala 202 | Rua Antônio da Veiga, 140 | Itoupava Seca | 89030-003 | Blumenau/SC | Brasil.

E-mail: *leandromarques@hotmail.com*

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo verificar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay*. Consiste em uma pesquisa descritiva, do tipo documental, com abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreende 495 empresas listadas na BM&FBovespa. Foram selecionadas para a pesquisa as empresas que apresentaram o Relatório do Auditor Independente sobre as demonstrações contábeis da companhia, entre os anos de 2011 e 2016. Os dados foram analisados por meio de teste de médias e teste de correlação no *software* SPSS®. Os resultados indicam que há relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay* nos anos de 2011, 2012, 2015 e 2016, enquanto que para os anos de 2013 e 2014 tal relação não pôde ser confirmada. Em 2013, não houve diferença significativa no *audit delay* das empresas que publicaram ou republicaram as demonstrações contábeis. Já, em 2014, observou-se uma relação inversa ao esperado, um menor *audit delay* relacionado à republicação das demonstrações contábeis. Conclui-se, portanto, que no mercado brasileiro um maior atraso na liberação do relatório do auditor pode sinalizar maiores riscos para a realização da auditoria, dando indícios que as demonstrações podem ser republicadas. Maiores investigações são necessárias para explicar o resultado dissonante observado em 2014.

Palavras-chave: Republicação das demonstrações contábeis. Relatório do auditor independente. *Audit Delay*.

Artigo apresentado no X Congresso ANPCONT, 2016 em Ribeirão Preto - SP.

Submissão em 15/11/2017. **Revisão em** 24/05/2018. **Aceito em** 26/05/2018.

ABSTRACT

The aim of this paper is to verify the relationship between the financial restatements and the audit delay. Consist of a descriptive research, of the document type with quantitative approach. The companies with Audit Report between 2011 and 2016 were selected for the survey. The data were analyzed through means and correlation test in SPSS® software. The results indicate that there is a relationship between the financial restatements and the audit delay in the years 2011, 2012, 2015 and 2016, while for the years 2013 and 2014 this relationship could not be confirmed. In 2013, there was no significant difference in the audit delay of the companies that published or republished the financial statements. Already, in 2014, there was an inverse relation to the expected, a smaller audit delay related to the financial restatements. It is concluded, therefore, that in the Brazilian market a greater delay in the release of the auditor's report may signal greater risks for the audit, giving indications that the statements can be republished. Further research is needed to explain the dissonant outcome observed in 2014.

Keywords: *Financial restatements. Audit report. Audit delay.*

1 INTRODUÇÃO

A evidenciação das informações contábeis está diretamente ligada com a finalidade da Contabilidade, que é promover informações úteis para seus diversos usuários. A evolução da importância da contabilidade aconteceu conforme os usuários tinham necessidade de informações sobre seu patrimônio. Assim, foi-se identificando que tipo de informação cada usuário precisava para a tomada de decisão. Isso, conforme já foi dito, faz entender que o objetivo da contabilidade é fornecer informações relevantes para os distintos tipos de usuários (Dantas, Chaves, Silva, & Carvalho, 2011; Teixeira, Politelo e Klann, 2013).

Niyama e Silva (2011) elucidam que as informações evidenciadas devem permitir que os usuários analisem o desempenho da entidade em vários períodos, o que faz necessária coerência e padronização no tratamento contábil. Visando a melhorar a comunicação entre investidores, gestores e o mercado universal, a qualidade das informações contábeis fornece maior credibilidade aos investidores.

A definição de evidenciação tende para a divulgação ou a liberação de informações relevantes, quer sob a forma de relatórios financeiros, comunicados de imprensa ou declarações públicas. A qualidade dessas divulgações feitas pelas empresas é de peculiar interesse para os investidores e operadores do mercado de capitais, porque a expectativa é de que quanto maior a qualidade da divulgação, menor a assimetria de informação, o que resulta em menos conflitos entre investidores e gestores (Brown & Hillegeist, 2008).

Dantas *et al.* (2011) explicam que o processo de divulgação das informações contábeis, a evidenciação ou *disclosure*, deve fornecer dados úteis para que haja uma interpretação adequada da situação econômico-financeira da entidade. Para garantir que a evidenciação seja adequada, os órgãos reguladores assumem um papel relevante. Devem especificar o quê e como divulgar e gerir o processo de divulgação. No Brasil, por força das Leis 6.385 de 1976 e 6.404 de 1976, esse papel é desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que disciplinou o processo de apresentação das demonstrações contábeis de uso geral por meio da Deliberação n.º 488 de 2005, a fim de garantir a comparação tanto com os relatórios de períodos anteriores quanto com as informações de outras companhias. Essa Deliberação, que aprovou a Norma e Pronunciamento de Contabilidade (NPC) n.º 27 do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), foi revogada por meio da Deliberação CVM n.º 595, de 15.9.2009, que referendou o Pronunciamento Técnico n.º 26 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), no qual trata da apresentação das demonstrações contábeis.

Essas demonstrações devem fornecer aos mais variados usuários informações sobre a posição patrimonial e financeira, o resultado e o fluxo financeiro das entidades, auxiliando-os em seu processo de tomada de decisão. A CVM, exercendo sua função de fiscalizador, pode identificar problemas no *disclosure* e determinar o refazimento e a republicação das demonstrações contábeis. Além de observar as normas expedidas pela CVM, as

demonstrações devem ser obrigatoriamente revisadas por auditores independentes (Dantas *et al.*, 2011).

É nesse contexto que a auditoria assume o importante papel de examinar as demonstrações contábeis e expressar uma opinião sobre a propriedade, bem como assegurar a veracidade das mesmas. Santos, Souza, Machado e Silva (2009) explicam que essa manifestação de opinião, por meio do relatório, é fundamentada em evidências e provas obtidas de procedimentos de auditoria. Esses procedimentos reúnem fatos, formulários, questionamentos, cópias de documentos, observações e anotações que servirão de base para a emissão do parecer do auditor sobre as demonstrações contábeis da empresa.

Com a adoção das Normas Internacionais de Auditoria, o produto final do trabalho, anteriormente chamado de parecer de auditoria, agora é denominado Relatório do Auditor Independente Sobre as Demonstrações Contábeis. O relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis pode ser classificado em dois grupos: não modificado (anteriormente conhecido como parecer sem ressalva) ou modificado (compreende o parecer com ressalva, parecer adverso e parecer com abstenção de opinião). O relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis pode ter ressalvas no que se refere à coerência das práticas contábeis, à esfera do processo de exame da auditoria ou à incerteza associada com as grandes contingências não resolvidas (Damascena & Paulo, 2013).

O período entre o fechamento do exercício social e a data de emissão do relatório do auditor é denominado *audit delay*. Se o período do *audit delay* é elevado, é possível que a percepção de risco de informação de desempenho piore para as companhias. Isso pode induzir os investidores a venderem suas ações ou a exigirem remunerações maiores (Pereira & Costa, 2012).

Pereira e Costa (2012) ressaltam que no quadro brasileiro existe um elemento adicional. Com a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade, o *audit delay* pode ter aumentado, pois o processo de elaboração e auditoria das demonstrações ficou muito mais complexo. Exige mais tempo dos profissionais para incorporar as normas contábeis internacionais às práticas contábeis brasileiras.

Diante do exposto, considerando a necessidade cada vez mais intensa do *disclosure* ter credibilidade e atender à expectativa de seus usuários e o tempo necessário para publicação do relatório do auditor independente, elabora-se a seguinte questão de pesquisa: *Qual a relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o audit delay?* Desse modo, o objetivo do presente estudo é verificar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay*.

Na perspectiva teórica, a pesquisa contribui com estudo sobre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay*, principalmente na esfera brasileira, em que a discussão sobre a temática é incipiente. Angeli (2008) destaca que a investigação desse assunto é uma contribuição acadêmica muito importante para um problema real do mercado acionário brasileiro, porém pouco abordado na literatura nacional.

Sob o aspecto empírico, Dantas *et al.* (2011) elucidam que esse mapeamento pode contribuir para a compreensão de eventuais problemas na elaboração das demonstrações contábeis das empresas integrantes do mercado de capitais brasileiro. A pesquisa pode ajudar a identificar erros cometidos na elaboração das demonstrações contábeis ou até fraudes. As empresas podem ponderar melhor suas informações, o que conseqüentemente resultará em demonstrações contábeis de maior qualidade e, logo, em reduzir o *audit delay*.

Do ponto de vista social, a pesquisa pode ser oportuna para investidores que avaliarão melhor as empresas nas quais pretendem investir ou já investem, na ótica de avaliar se a republicação das demonstrações contábeis tem ligação com o *audit delay*, buscando credibilidade no mercado de ações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Republicação das demonstrações contábeis

As demonstrações contábeis constituem-se em uma das principais fontes para a tomada de decisão dos investidores, credores e outros usuários das informações contábeis

(Chen, Goo & Shen, 2014). No Brasil, conforme estabelece a Lei nº 6.404 (*Lei nº 6.404, 1976*), ao final de cada exercício social, as companhias de capital aberto devem divulgar as demonstrações contábeis, complementadas por notas explicativas, o Relatório da Administração, bem como o Relatório dos Auditores Independentes sobre as Demonstrações Contábeis. As referidas informações devem ser divulgadas até um mês antes da realização da assembleia geral ordinária e entregues à Comissão de Valores Mobiliários na data em que forem colocadas à disposição do público (Comissão de Valores Mobiliários, 2018).

Referindo-se às informações divulgadas pelas empresas, a importância da fiscalização por um órgão regulador para garantir uma evidenciação justa e apropriada é essencial para disciplinar o processo de divulgação. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão que assume esse papel no Brasil (Dantas *et al.*, 2011).

As demonstrações elaboradas de forma neutra buscam retratar integralmente a situação econômica, financeira e patrimonial da empresa. Mas, em alguns casos, os responsáveis pela divulgação dessas demonstrações optam por manipular as informações contábeis, visando ao interesse da entidade e/ou a seus próprios interesses. Consequentemente, podem levar os usuários externos a julgamentos enviesados (Murcia & Carvalho, 2007).

Mesmo com a atuação da auditoria independente e da fiscalização da CVM, muitas empresas do mercado de capitais omitem ou divulgam informações enviesadas. É necessária a intervenção da CVM, exigindo, em alguns casos, o refazimento e a republicação das demonstrações contábeis (Murcia & Borba, 2005).

He e Chiang (2013) explicam que as republicações consistem na reelaboração e divulgação das informações contábeis quando são identificados erros ou omissões materiais após a divulgação e publicação das demonstrações contábeis. Essas republicações podem ocorrer de forma espontânea ou de ofício (Marques, Amaral, Souza, Santos, & Rodrigues, 2017).

Em relação à necessidade de refazer e republicar as demonstrações contábeis, Netto e Pereira (2011) explicam que, quando há mudança de políticas contábeis e correção de erros, os ajustes devem ser lançados nos resultados acumulados e é necessário reapresentar as demonstrações passadas afetadas por esses ajustes. Porém, quando a mudança de política contábil é proveniente de uma nova norma e essa dispuser de maneira diferente, deve-se agir de acordo com as disposições dessa nova norma. Já, quanto às mudanças de estimativas contábeis, não é necessário reapresentar as demonstrações e os ajustes devem ser lançados no resultado do período em que foi efetuada a mudança.

Teixeira *et al.* (2013) explicam que sem afetar republicação/redivulgação corrige informações enviesadas, confusas ou incompletas, sem afetar a situação patrimonial. Já o refazimento inclui registros não realizados (provisões, erros em estimativas contábeis, classificação incoerente das contas contábeis), que alteram a situação patrimonial da empresa e que geralmente é acompanhado da republicação que ocorre em virtude de exigência da CVM.

De acordo com Dantas *et al.* (2011), a CVM fiscaliza a publicação dos relatórios trimestrais e anuais, regula a atuação dos diversos agentes e também pune atos que estão em desacordo com as normas e regulamentos. A determinação de republicação das demonstrações contábeis somente é oportuna quando essas demonstrações apresentarem erros e/ou forem insuficientes para um bom entendimento.

Quando uma empresa de capital aberto envia ou omite uma informação, a CVM emite um ofício de notificação determinando a elaboração das correções necessárias dos erros ou inconsistências e a republicação da demonstração correspondente. A Deliberação CVM nº 388/2001 permite a divulgação do inteiro teor dos ofícios de notificação, viabilizando aos investidores e ao público em geral conhecer as causas do refazimento e republicação das demonstrações dessas empresas. A divulgação dos ofícios de notificação é feita no sítio eletrônico da CVM (Dantas *et al.*, 2011).

Conforme Bills, Swanquist e Whited (2016), a republicação das demonstrações contábeis é entendida como um indicador da qualidade das demonstrações e da qualidade da auditoria. Nesse sentido, a republicação pode ser um indicativo da baixa qualidade das demonstrações publicadas anteriormente, bem como pode sugerir uma menor qualidade da

auditoria, visto que essa não foi capaz de detectar de forma oportuna os possíveis erros ou inconsistências existentes. Assim, uma auditoria de maior qualidade deve ser capaz de detectar mais erros, o que resulta em um número menor de republicações (Ettredge, Fuerherm & Li, 2014). De acordo com Bischoff, Finley e Leblanc (2008), o mercado de ações tende a reagir negativamente à notícia de refazimento, pois dá aos investidores a impressão de que a gestão está tentando fraudar as informações intencionalmente ou que é incapaz de elaborar demonstrações com qualidade. Por esse motivo, a republicação de demonstrações contábeis é um dos pontos principais no debate a respeito da qualidade das informações contábeis divulgadas ao mercado (Romanus, Maher, & Fleming, 2008).

Entre os principais motivos para o refazimento e republicação das demonstrações estão: reconhecimento indevido de receitas e despesas, reconhecimento das remunerações baseadas em ações, erros de classificação de contas contábeis e o fato das empresas evitarem a divulgação de reformulações das demonstrações (Bischoff *et al.*, 2008).

A confiança no mercado de capitais depende do nível de confiança que os investidores depositam nas demonstrações contábeis ao tomar decisões de investimento. Por isso o papel dos auditores em garantir a qualidade das demonstrações contábeis vem ganhando mais atenção nos últimos tempos (Romanus *et al.*, 2008).

2.2 *Audit Delay*

Conforme a Norma Brasileira de Contabilidade NBC TA 200 (R1) (Conselho Federal de Contabilidade [CFC], 2016a), o objetivo da auditoria é aumentar o grau de confiança nas demonstrações contábeis por parte dos usuários, mediante a expressão de uma opinião pelo auditor sobre se essas demonstrações foram elaboradas em conformidade com uma estrutura de relatório financeiro aplicável. Nesse contexto, pode-se afirmar que o auditor assume papel relevante na redução da assimetria das informações, por meio da opinião expressa em seu relatório.

No Brasil todas as companhias abertas e as sociedades de grande porte devem ter suas demonstrações contábeis auditadas por um profissional independente registrado na CVM. A Resolução nº 953/03 do CFC e a Instrução nº 308/99 da CVM estabelecem que os auditores independentes devem emitir opinião sobre a adequação da empresa a respeitadas práticas contábeis adotadas no país, em um determinado período (Damascena, Firmino & Paulo, 2011).

O relatório do auditor independente é o documento no qual ele expressa sua opinião, de forma clara e objetiva, se as demonstrações auditadas estão adequadamente representadas ou não, dirigindo-se a cotistas, acionistas ou sócios, ao conselho de administração ou à diretoria da entidade. Por meio do relatório o auditor assume a responsabilidade técnico-profissional, sendo indispensável que tal documento obedeça às características inerentes estabelecidas pelas normas competentes (Dantas *et al.*, 2011).

Damascena *et al.* (2011) consideram que o relatório é a peça materializada de todo o trabalho realizado pela auditoria. Conforme a NBC TA 705 (CFC, 2016b), o relatório do auditor independente classifica-se, de acordo com a natureza da opinião expressa, em dois tipos principais: opinião não modificada e opinião modificada (com ressalva, adversa ou com abstenção de opinião).

A opinião não modificada indica que as demonstrações contábeis da empresa auditada foram elaboradas de acordo com as normas e práticas vigentes no Brasil; a opinião modificada com ressalva ocorre quando o auditor conclui que o efeito de qualquer discordância ou restrição poderá afetar as demonstrações contábeis; a opinião modificada adversa revela que as demonstrações contábeis estão em desacordo com as normas e práticas adotadas no país e a abstenção ou negativa de opinião acontece quando o auditor não consegue emitir opinião por não obter confirmação de informações para fundamentá-la (Damascena *et al.*, 2011).

Outro fator relevante dentro do relatório do auditor independente é o parágrafo de ênfase e de outros assuntos. Segundo a NBC TA 706 (CFC, 2016c), o parágrafo de ênfase irá relatar informações corretamente apresentadas dentro das demonstrações contábeis, mas que o auditor julga ter importância fundamental para o entendimento dos usuários das demonstrações. Cabe ressaltar que o parágrafo de ênfase não altera o tipo de opinião expressa pelo auditor. O *audit delay*, também denominado *audit report lag*, é o número de dias

transcorrido entre o final do exercício social e a data de emissão do relatório do auditor (O'Sullivan, 2000; Knechel & Sharma, 2012).

Pereira (2011) também considera que se o *audit delay* é elevado pode significar que a empresa apresente problemas nas demonstrações contábeis, o que pode comprometer o prazo da entrega do relatório do auditor independente e haver um agrave na percepção de risco de informação no desempenho das empresas, afetando a tomada de decisão. Os investidores podem querer vender as ações ou exigir maior remuneração, já os conselheiros da administração das empresas podem querer trocar de auditor.

Dantas *et al.* (2011) afirmam que, quanto maior for a qualidade dos trabalhos desenvolvidos pela auditoria, maior será sua eficácia, pois a auditoria é um instrumento essencial de fornecimento de confiança aos investidores e demais usuários das informações divulgadas pelas entidades. Na prática, cada vez que se constata a divulgação e publicação de demonstrações contábeis sem atender aos requisitos de divulgação adequada, justa e plena, a utilidade dos trabalhos dos auditores é intensamente questionada (Dantas *et al.* 2011).

3 METODOLOGIA

3.1 Delineamento da pesquisa, população e amostra

Tendo como menção o objetivo do presente trabalho, que é analisar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis com o *audit delay*, pode-se classificar este estudo como uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, realizada por meio de pesquisa documental. Para Gil (1999), as pesquisas descritivas têm como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.

Sob o aspecto dos procedimentos técnicos utilizados, tem-se uma pesquisa documental. Para Martins e Theóphilo (2009), a pesquisa documental é caracterizada pela utilização de documentos como fonte de dados, informação e evidências. Os autores ainda relatam que a pesquisa documental emprega materiais compilados pelo próprio autor do trabalho, que ainda não foram objeto de análise, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da pesquisa. Nesse sentido, o presente trabalho caracteriza-se como pesquisa do tipo documental, tendo em vista que os dados utilizados advêm do sítio da BM&FBovespa, no qual os dados coletados são publicados a diversos usuários.

Sob o aspecto da abordagem do problema, esta pesquisa está classificada como quantitativa. Para Raupp e Beuren (2003), o método quantitativo tem como principal característica o emprego de instrumentos estatísticos na coleta e tratamento dos dados. Este estudo caracteriza-se como quantitativo pelo fato de utilizar métodos estatísticos na coleta de dados. Esses dados são retirados do formulário de referência no sítio da BM&FBovespa e tabulados em planilha eletrônica para posterior análise.

A população do presente trabalho é definida pelas 495 empresas listadas na BM&FBovespa, separadas por setores: 37 empresas do setor de Bens Industriais, 71 de Construção e Transporte, 66 de Consumo Cíclico, 39 de Consumo Não-Cíclico, 139 de Financeiro e Outros, 38 de Materiais Básicos, 12 de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, 10 de Tecnologia da Informação, 8 de Telecomunicações e 75 de Utilidade Pública.

De um total de 495 empresas listadas na BM&FBovespa, foram selecionadas para a pesquisa as empresas que apresentaram o Relatório do Auditor Independente sobre as Demonstrações Contábeis da companhia, entre os anos de 2011 e 2016. A amostra final é composta por 446 empresas selecionadas no período de 2011, 463 empresas em 2012, 465 empresas no ano 2013, 462 empresas em 2014, 404 empresas em 2015 e 416 companhias em 2016, conforme se observa na Tabela 1.

Tabela 1

Número de empresas por setor de atuação selecionadas para análise em cada período

Setor de Atuação	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Bens Industriais	33	7,4	34	7,3	34	7,3	32	6,9	32	7,9	37	8,9
Construção e Transporte	64	14,3	68	14,7	71	15,3	68	14,7	51	12,6	51	12,3
Consumo Cíclico	60	13,5	62	13,4	63	13,5	63	13,6	61	15,1	65	15,6
Consumo Não-Cíclico	30	6,7	33	7,1	33	7,1	33	7,1	29	7,2	30	7,2
Financeiro e Outros	129	28,9	135	29,2	135	29,0	135	29,2	111	27,5	112	26,9
Materiais Básicos	37	8,3	37	8,0	36	7,7	36	7,8	32	7,9	32	7,7
Petróleo, Gás e Biocombustível	5	1,1	5	1,1	6	1,3	6	1,3	11	2,7	12	2,9
Tecnologia da Informação	9	2,0	10	2,2	9	1,9	10	2,2	7	1,7	7	1,7
Telecomunicações	8	1,8	8	1,7	8	1,7	8	1,7	5	1,2	5	1,2
Utilidade Pública	71	15,9	71	15,3	70	15,1	71	15,4	65	16,1	65	15,6
Total	446	100%	463	100%	465	100%	462	100%	404	100%	416	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Como se observa na Tabela 1, a maior amostra (465) está concentrada no ano de 2013. O setor que possui o maior número de empresas é o “Financeiro e Outros” com 135 empresas, o que representa 29% da amostra do período. Em seguida o setor que comporta maior número de empresas é o de “Construção e Transporte” (15,3%) com 71 empresas, seguido do setor de “Utilidade Pública” (15,1%) com 70 empresas.

A escolha do lapso temporal (de 2011 a 2016) deu-se em função de que anteriormente a 2011 as companhias ainda estavam em processo de convergência ao padrão IFRS, o que poderia dilatar o *audit delay* além do usual. Salienta-se que o ano de 2017 não foi contemplado na análise, pois muitas empresas ainda não haviam divulgado as demonstrações contábeis quando se realizou a coleta de dados.

3.2 Constructo da pesquisa

Martins e Theóphilo (2009, p. 35) explicam que “para explorar empiricamente um conceito teórico, o pesquisador precisa traduzir a assertiva genérica do conceito em uma relação com o mundo real, baseado em variáveis e fenômenos observáveis e mensuráveis”. Os autores ainda orientam que para buscar a solução de um problema, o pesquisador deve esclarecer de maneira precisa os significados dos termos principais, conceitos, definições e constructos, que serão abordados na pesquisa. Dessa maneira, elaborou-se na Tabela 2 o *constructo* deste trabalho, considerando os objetivos específicos e as variáveis de estudo.

Tabela 2

Constructo da pesquisa

Variável	Operacionalização	Local de Coleta
Republicação das Demonstrações Contábeis	Republicações realizadas e publicadas no sítio da BM&FBovespa sendo “1” republicação e “0” publicação.	Demonstrações Contábeis das empresas publicadas no sítio da BM&FBovespa.
<i>Audit Delay</i>	Diferença em dias, entre a data de encerramento do exercício e a data de emissão do relatório do auditor independente.	Demonstrações Contábeis das empresas publicadas no sítio da BM&FBovespa.

Fonte: Dados da pesquisa.

Destaca-se que nesta pesquisa não se levou em consideração o motivo da republicação da demonstração. Logo, foram levadas em consideração na análise todas as demonstrações republicadas, independentemente de serem objeto de refazimento ou não.

3.3 Coleta e análise dos dados

Inicialmente foi utilizado o sítio da BM&FBovespa para pesquisar e coletar todas as empresas que estão listadas. A partir daí iniciou-se então a coleta de dados quanto ao *audit delay* e à republicação dessas empresas. Os dados foram coletados nos relatórios financeiros divulgados no sítio da BM&FBovespa. Selecionou-se o ano desejado e foram coletados os

dados referentes à modalidade (publicação ou republicação), a data de recebimento das Demonstrações e à data do Relatório dos Auditores Independentes.

Todos os dados foram coletados e tabulados em planilha eletrônica. Visando ao objetivo geral da pesquisa, que é verificar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay*, procedeu-se à análise dos dados. Para tanto, utilizou-se estatística descritiva, testes de média e teste de correlação, calculados por meio do *software Statistical Package for the Social Sciences®* (SPSS).

Para Magalhães e Lima (2005), a estatística descritiva é utilizada quando se inicia contato com os dados pela primeira vez. Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009) complementam que a estatística descritiva permite ao investigador uma melhor compreensão do comportamento dos dados, por meio de tabelas, gráficos e medidas. Identifica tendências, variabilidade e valores atípicos.

O teste de diferença de médias tem por objetivo determinar se há diferença estatisticamente significativa entre as médias de dois grupos (Field, 2009). Nesse caso, analisou-se se a média de *audit delay* das empresas que tiveram republicação é significativamente diferente da média das empresas que não tiveram republicação.

Antes de proceder ao teste de diferença de médias, efetuou-se a análise da normalidade dos dados, por meio do teste Kolmogorov-Smirnov. Sempre que o valor de significância apresentado nesses testes for menor que 0,05, os dados não apresentam distribuição normal, ao passo que se o resultado for maior que 0,05 há indícios que os dados apresentam distribuição normal (Field, 2009).

Conhecer de que modo os dados se apresentam distribuídos é necessário, pois dependendo do tipo de distribuição, testes diferentes deverão ser empregados. Desse modo, quando os dados apresentam distribuição normal empregam-se testes paramétricos, ao passo que se a distribuição amostral for não normal devem ser aplicados testes não-paramétricos (Field, 2009). Os resultados dos testes de normalidade revelaram que a distribuição difere significativamente de uma divisão normal, conforme se pode observar na Tabela 3.

Tabela 3
Teste de normalidade dos dados

Ano	Grupo	Kolmogorov-Smirnov		
		Estatística	df	Sig.
2011	Publicação	0,306	292	0,000
	Republicação	0,374	154	0,000
2012	Publicação	0,197	301	0,000
	Republicação	0,368	162	0,000
2013	Publicação	0,250	338	0,000
	Republicação	0,241	127	0,000
2014	Publicação	0,152	355	0,000
	Republicação	0,177	107	0,000
2015	Publicação	0,125	312	0,000
	Republicação	0,367	92	0,000
2016	Publicação	0,322	319	0,000
	Republicação	0,296	97	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando-se a Tabela 3 observa-se que todos os testes foram significativos ao nível de 5%, o que indica que os dados não se apresentam normalmente distribuídos. Dessa forma, na análise dos dados, adotou-se o teste não-paramétrico de Mann-Whitney para testar a diferença de médias existente entre os grupos.

O teste não-paramétrico de Mann-Whitney é usado para testar se duas amostras independentes provêm de populações com médias iguais. Baseia-se na disposição dos dados em postos e não faz a exigência de a população ter a mesma variância, somente que o nível da mensuração esteja numa escala contínua (Stevenson, 2001).

Por fim, de modo a testar a relação existente entre as duas variáveis pesquisadas, efetuou-se o teste de correlação. A correlação é uma técnica associativa utilizada para

determinar se há relação coerente e sistemática entre duas ou mais variáveis (Hair, Babin, Money, & Samouel, 2005).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Publicação e republicação das demonstrações contábeis

Primeiramente, buscou-se distinguir as empresas listadas na BM&FBovespa que publicaram suas demonstrações apenas uma vez, daquelas que por algum motivo republicaram suas demonstrações contábeis no período de análise. A Tabela 4 demonstra a segregação das empresas que tiveram republicação ou que não tiveram republicação por período analisado.

Tabela 4

Número de empresas com publicação e republicação, por ano

	2011		2012		2013		2014		2015		2016		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Publicação	292	65,5	301	65,1	338	72,7	355	76,8	312	77,2	319	76,7	1917	72,2
Republicação	154	34,5	162	34,9	127	27,3	107	23,2	92	22,8	97	23,3	739	27,8
Total	446	100%	463	100%	465	100%	462	100%	404	100%	416	100%	2656	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando a Tabela 4, percebe-se que no período de 2012 houve maior incidência de republicações, correspondendo a 34,9% do total de 463 empresas classificadas para a análise. No ano de 2011, do total de 446 empresas, 154 republicaram suas demonstrações contábeis, representando 34,5%. Esse fato pode estar relacionado com o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade introduzidos pela Lei 11.638/07. No entanto, destaca-se que 2008 foi o primeiro ano com reais influências da referida lei. Teixeira *et al.* (2013) destacam que o fato de os casos de refazimento se estenderem, indicam prováveis dificuldades das empresas em se adequarem às novas normas contábeis.

No entanto, ainda analisando a Tabela 3, com o passar dos anos observa-se a redução dos casos de republicação, pois em 2011 houve 34,5% enquanto que em 2016 observa-se apenas 23,3% do total de demonstrações republicadas. Isso pode indicar que as empresas estão se empenhando em divulgar suas demonstrações contábeis dentro das normas. Conforme Dantas *et al.* (2011), a determinação de refazimento e republicação das demonstrações contábeis deveria ser evitada, de modo a manter a sua integridade e assim fornecer aos usuários informações sobre a situação patrimonial e financeira, e para servir de apoio em suas decisões.

A identificação das empresas listadas na BM&FBovespa foi realizada observando-se os segmentos em que todas estão enquadradas, que totalizam 10 setores. A Tabela 5 demonstra a quantidade de publicações e republicações das demonstrações contábeis por setor em todo o período da análise.

Tabela 5

Publicações e Republicações por setor, no período de 2011 a 2016

Setor de Atuação	Publicação	Republicação	Total	%
Bens Industriais	158	44	202	7,6%
Construção e Transporte	277	96	373	14,0%
Consumo Cíclico	265	109	374	14,1%
Consumo Não-Cíclico	139	49	188	7,1%
Financeiro e Outros	548	209	757	28,5%
Materiais Básicos	157	53	210	7,9%
Petróleo, Gás e Biocombustível	31	14	45	1,7%
Tecnologia da Informação	36	16	52	2,0%
Telecomunicações	32	10	42	1,6%
Utilidade Pública	274	139	413	15,5%
Total	1917	739	2656	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 5 que o setor com maior representatividade é o “Financeiro e Outros” com 28,5% do total de 2656 observações analisadas. Esse resultado já era esperado, em função de ser esse o setor que compreende o maior número de empresas da amostra estudada. O setor de “Utilidade Pública” aparece logo em seguida com 15,5%, seguido pelo setor “Consumo Cíclico” com 14,1%.

A Tabela 6 refere-se à quantidade de republicações que ocorreram em cada setor em todos os anos analisados.

Tabela 6

Número de republicações por setor no período de 2011 a 2016

Setor de Atuação	2011		2012		2013		2014		2015		2016		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Bens Industriais	9	5,8	10	6,2	11	8,7	3	2,8	3	3,3	8	8,2	44	6,0
Construção Transporte	25	16,2	25	15,4	16	12,6	11	10,3	9	9,8	11	11,3	97	13,1
Consumo Cíclico	20	13,0	21	13,0	19	15,0	15	14,0	18	19,6	15	15,5	108	14,6
Consumo não-cíclico	7	4,5	13	8,0	12	9,4	5	4,7	4	4,3	8	8,2	49	6,6
Financeiro e Outros	37	24,0	49	30,2	33	26,0	39	36,4	27	29,3	24	24,7	209	28,3
Materiais Básicos	15	9,7	8	4,9	13	10,2	10	9,3	1	1,1	6	6,2	53	7,2
Petróleo, Gás e Biocombustível	4	2,6	1	0,6	2	1,6	1	0,9	3	3,3	3	3,1	14	1,9
Tecnologia da Informação	6	3,9	4	2,5	0	0,0	4	3,7	2	2,2	0	0,0	16	2,2
Telecomunicação	4	2,6	4	2,5	0	0,0	1	0,9	0	0,0	1	1,0	10	1,4
Utilidade Pública	27	17,5	27	16,7	21	16,5	18	16,8	25	27,2	21	21,6	139	18,8
Total	154	100	162	100	127	100	107	100	92	100	97	100	739	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Como se observa na Tabela 6, o setor “Financeiro e outros” tem a maior porcentagem de participação nas reapresentações em todos os anos, 24%, 30,2%, 26%, 36,4%, 29,3% e 24,7%, respectivamente. Isso se deve ao fato de apresentar maior participação na pesquisa, como se pode averiguar na Tabela 5. Observa-se ainda que as republicações, de forma geral, seguiram uma tendência de redução de casos ao longo do período analisado. Entretanto, em alguns setores de atuação, tal tendência foi interrompida nos anos de 2015 e 2016, como é demonstrado na Tabela 6, para os setores de bens industriais, construção e transportes, consumo cíclico e não cíclico, financeiro, petróleo, gás e biocombustível e utilidade pública.

De acordo com Murcia e Carvalho (2007), os responsáveis pela divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais, em alguns casos omitem ou divulgam informações manipuladas, visando ao interesse da empresa ou até a interesses próprios, que podem levar os usuários externos a julgamentos errados. Nesses casos, a CVM intervém exigindo o refazimento e republicação das demonstrações contábeis.

4.2 Audit Delay nas empresas investigadas

A análise de *audit delay* é realizada utilizando-se a estatística descritiva com o auxílio do *software* SPSS®. Desse modo, analisou-se a média e os valores máximos e mínimos de dias para entrega do relatório. A Tabela 7 apresenta essas médias, em dias, para o *audit delay* de maneira geral, para as publicações e as republicações por ano.

Tabela 7

Identificação do *audit delay* das publicações e republicações por ano

Ano	Publicação			Republicação		
	Mínimo	Máximo	Média	Mínimo	Máximo	Média
2011	19	639	72	23	816	109
2012	15	238	68	22	690	95
2013	10	525	69	34	318	72
2014	9	210	68	26	133	67
2015	14	218	69	26	697	160
2016	19	405	77	20	331	93

Fonte: Dados da pesquisa.

O *audit delay* é representado pelo número de dias entre a data de encerramento do exercício e a emissão do relatório de auditoria independente. Segundo Pereira (2011), quanto maior o *audit delay*, pior é para a empresa, pois isso é analisado sob a probabilidade de que a empresa está com problemas. Por essa razão a demora em os auditores entregarem o seu relatório. Para a presente pesquisa, na definição de Pereira (2011), utiliza-se o conceito de que um *audit delay* “bom” é um *audit delay* pequeno, ou seja, quanto menor o atraso na entrega do relatório, melhor.

Na amostra selecionada, percebe-se que das empresas que não tiveram republicação das demonstrações contábeis apenas uma vez, o menor *audit delay* foi de 9 dias, no período de 2014, enquanto que o maior prazo está em 2011 com o máximo de 639 dias para emissão do parecer. Já nas empresas que tiveram suas demonstrações republicadas, o menor *audit delay* é de 20 dias em 2016 e o maior prazo de 816 dias está em 2011.

Porém, ao comparar somente as médias do *audit delay*, o menor prazo entre as publicações ficou praticamente igual em 2012, 2013 e 2014, com a média de 68 dias. Restam 2015 com a média de 69 dias, 2011 com a média de 72 dias e 2016 com média de 77 dias. No entanto, no grupo de republicações a menor média foi de 67 dias em 2014 e em 2015 observou-se a maior média, com 160 dias de *audit delay*.

Observa-se que o aumento do *audit delay* seguiu a tendência apresentada na Tabela 6. Nos anos de 2015 e 2016 obteve-se o aumento de republicações. Nesses anos (2015 e 2016), conforme demonstrado na Tabela 7, o *audit delay* voltou a aumentar, como se observa nos valores mínimos, máximos e média.

Destaca-se que o estudo de Camargo e Flach (2016) encontrou um *audit delay* médio para o ano de 2013, inferior ao encontrado neste estudo. Os autores encontraram que o número de dias para o recebimento do relatório de auditoria para as empresas da amostra estudada é de 60 dias, enquanto este estudo reportou um prazo médio de 69 dias para o mesmo período. Porém, deve-se salientar que a amostra utilizada por Camargo e Flach (2016) considerou apenas empresas que negociam no IBrX100, o que pode ter levado a essa diferença.

Da análise da Tabela 7 pode-se notar que, com exceção de 2014, todos os anos restantes apresentam menor *audit delay* médio no grupo que publicou as demonstrações contábeis apenas uma vez. A seguir essa diferença é analisada de forma mais minuciosa, por meio do teste de diferença de médias e do teste de correlação.

4.3 Relação entre a republicação e o Audit Delay

A fim de atingir o objetivo proposto, ou seja, verificar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay*, efetuou-se primeiramente o teste de diferença de médias, a fim de identificar se a média de dias de *audit delay* das empresas com republicação é significativamente diferente da média das empresas sem republicação. Por fim, é realizada a análise de correlação entre as duas variáveis da pesquisa.

Primeiramente foi realizada a análise para o ano de 2011. Para avaliar a diferença de médias utilizou-se o teste de Mann-Whitney. No período analisado a amostra compreendeu 446 empresas que apresentaram todas as informações necessárias para análise. Desse total de empresas, 292 não republicaram suas demonstrações, enquanto as restantes 154 tiveram demonstrações republicadas. Analisando-se a média de cada grupo percebe-se que a de *audit delay* das publicações das demonstrações foi de 72 dias, ao passo que a média de *audit delay* das empresas com republicações, foi de 109 dias. Desse modo, há indícios de que as médias observadas provêm de dois grupos distintos. Para comprovar tal fato, procedeu-se ao teste de Mann-Whitney, cujo resultado pode ser verificado na Tabela 8.

Tabela 8
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2011

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	292	211,28	61692,5	72
Republicação	154	246,68	37988,5	109
Total	446			
U de Mann-Whitney			18914,5	
Wilcoxon W			61692,5	
Z			-2,759	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,006	

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar o resultado do teste de Mann-Whitney, percebe-se que esse é significativo ao nível de 5% (Sig. de 0,006), o que indica que há diferença expressiva entre as médias de *audit delay* das empresas que republicaram e que publicaram as demonstrações contábeis no ano de 2011. Esse fato fornece indícios de que quanto maior o *audit delay*, maior a chance de a empresa republicar a demonstração contábil, visto que a média do grupo com republicação foi superior à média do grupo que não a republicou.

Um maior *audit delay* indica que maior trabalho foi dispensado pelos auditores no processo de análise. Revela a existência de inconsistências nas demonstrações contábeis. Pereira (2011) menciona que, um *audit delay* elevado pode afetar a tomada de decisão, agravar a percepção de risco no desempenho das empresas e levar os investidores a vender suas ações ou até a exigir maior remuneração.

A amostra do ano de 2012 abrangeu 301 empresas que publicaram suas demonstrações apenas uma vez e 162 que tiveram suas demonstrações contábeis republicadas, assim totalizando a amostra de 463 empresas. Considerando a média de cada grupo, analisa-se que a média de *audit delay* das empresas que não republicaram as demonstrações foi de 68 dias, enquanto a média de *audit delay* das empresas com republicação foi de 95 dias. O teste de Mann-Whitney, apresentado na Tabela 9, revela uma diferença significativa entre as médias dos dois grupos.

Tabela 9
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2012

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	301	215,13	64754,0	68
Republicação	162	263,35	42662,0	95
Total	463			
U de Mann-Whitney			19303,0	
Wilcoxon W			64754,0	
Z			-3,701	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,000	

Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado do teste de Mann-Whitney indica um nível de significância de 0,000, que representa uma diferença significativa entre as médias de *audit delay* das publicações e republicações das demonstrações contábeis no período de 2012. Como a média do grupo de republicações foi maior que a média das empresas que tiveram publicações, isso fortalece os indícios de que um elevado *audit delay* pode indicar que as demonstrações contábeis dessas empresas podem ser republicadas.

Posteriormente, analisou-se o ano de 2013, que compreendeu uma amostra de 465 empresas. 338 publicaram suas demonstrações apenas uma vez e 127 em algum momento tiveram suas demonstrações republicadas. Apresentou-se uma média de *audit delay* de 69 dias para as demonstrações contábeis publicadas apenas uma vez e para as republicadas uma média de 72 dias. A diferença entre a média de *audit delay* dos dois grupos analisados é pouco expressiva. Para verificar se de fato há diferença estatística, procedeu-se ao teste de Mann-Whitney, conforme Tabela 10.

Tabela 10
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2013

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	338	228,75	77318,5	69
Republicação	127	244,30	31026,5	72
Total	465			
U de Mann-Whitney			20027,5	
Wilcoxon W			77318,5	
Z			-1,112	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,266	

Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado do teste de Mann-Whitney não apresentou significância (Sig. 0,266). Indica que as médias dos dois grupos analisados não diferem de forma significativa. Mesmo assim, a média das empresas que republicaram suas demonstrações contábeis ficou acima das que não republicaram. Mais uma vez esse fato fortalece os indícios de que um elevado *audit delay* pode estar ligado à republicação das demonstrações das empresas e indicar inconsistências encontradas pelos auditores.

Pereira e Costa (2012) concluíram em sua pesquisa entre os anos de 1999 e 2008 que existe uma relação positiva entre o *audit delay* e a ocorrência de ressalvas. O comportamento dos auditores e a utilidade do relatório dos auditores independentes sobre as demonstrações contábeis são questionados na prática, quando a divulgação e publicação das demonstrações não são adequadas e justas. A auditoria deve fornecer confiança a todos os usuários das informações divulgadas pela empresa (Dantas *et al.*, 2011).

Em seguida, fez-se a análise do ano de 2014 que abrangeu 355 empresas que publicaram suas demonstrações e 107 que republicaram as demonstrações contábeis, totalizando uma amostra de 462 empresas que apresentaram todas as informações necessárias para análise. Percebe-se, analisando a média de cada grupo, que o *audit delay* das empresas com publicação foi de 68 dias, ao passo que a média de *audit delay* das empresas com republicação foi de 67 dias. O teste de Mann-Whitney, apresentado na Tabela 11, não apresentou significância (Sig. 0,834). Indica que a média dos dois grupos não difere de forma expressiva.

Tabela 11
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2014

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	355	230,78	81928,5	68
Republicação	107	233,87	25024,5	67
Total	462			
U de Mann-Whitney			18738,5	
Wilcoxon W			81928,5	
Z			-0,210	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,834	

Fonte: Dados da pesquisa.

As médias de *audit delay* das empresas que republicaram ou não republicaram suas demonstrações mostrou apenas um dia de diferença. A média das publicações foi maior, com 68 dias. Esse fato contradiz o indício de que um maior *audit delay* pode ter vínculo com a republicação das demonstrações contábeis.

Em contraponto, a análise do ano de 2015 corroborou os resultados encontrados em 2011 e 2012, indicando uma média de *audit delay* significativamente diferente entre as empresas que publicaram as demonstrações contábeis apenas uma vez e as empresas que republicaram suas demonstrações. O resultado para o teste de diferença de média encontra-se a seguir na Tabela 12.

Tabela 12
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2015

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	312	187,89	58622,50	69
Republicação	92	252,04	23187,50	160
Total	404			
U de Mann-Whitney			9794,5	
Wilcoxon W			58622,5	
Z			-4,633	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,000	

Fonte: Dados da pesquisa.

De fato, em 2015, a média dos dois grupos analisados foi perceptivelmente diferente. O grupo de empresas que apresentaram republicação de demonstrações contábeis levou em média 109 dias a mais para obter o relatório do auditor em comparação ao grupo de empresas que não tiveram republicação em 2015. Por fim, analisou-se o ano de 2016, conforme apresentado na Tabela 13.

Tabela 13
Teste de Mann-Whitney sobre as médias de 2016

Grupo	N	Postos de média	Soma de classificações	Média de <i>Audit Delay</i>
Publicação	319	203,35	64867,50	77
Republicação	97	225,45	21868,50	93
Total	416			
U de Mann-Whitney			13827,5	
Wilcoxon W			64867,5	
Z			-1,586	
Significância Sig. (2 extremidades)			0,113	

Fonte: Dados da pesquisa.

Em 2016, não houve diferença significativa na média de *audit delay* entre os dois grupos analisados. Porém, salienta-se que as empresas que não tiveram republicação das demonstrações no período apresentaram em média 16 dias a menos no prazo de divulgação do relatório de auditoria.

De modo geral, os testes de diferença de médias revelam que em 2011, 2012 e 2015 houve diferença significativa. O grupo de empresas que tiveram republicação apresentou *audit delay* superior ao grupo de empresas que não republicaram as demonstrações contábeis. Para os anos de 2013 e 2016, apesar de não ser constatada diferença significativa entre a média dos dois grupos, também se observou que a média de *audit delay* foi superior no grupo de empresas que tiveram republicação. Esses resultados fornecem indícios de que um maior *audit delay* está relacionado com a republicação das demonstrações contábeis.

Analisando-se, entretanto, o ano de 2014, observa-se uma inversão, visto que a média de *audit delay* foi ligeiramente superior para as empresas que não republicaram suas demonstrações contábeis. Deve-se observar, contudo, que a diferença de média entre os dois grupos foi de apenas 1 dia, e não se mostrou significativa.

A fim de constatar se de fato há relação entre a republicação das demonstrações contábeis e o *audit delay* e de aumentar, assim, a robustez dos achados, procedeu-se à análise de correlação no SPSS. A análise foi realizada por ano e os resultados encontram-se sintetizados na Tabela 14 a seguir.

Tabela 14
Análise de correlação

Ano	Variáveis	Republicação	<i>Audit Delay</i>
2011	Republicação	1	0,211**
	<i>Audit Delay</i>	0,211**	1
2012	Republicação	1	0,204**
	<i>Audit Delay</i>	0,204**	1
2013	Republicação	1	0,039
	<i>Audit Delay</i>	0,039	1
2014	Republicação	1	-0,025
	<i>Audit Delay</i>	-0,025	1
2015	Republicação	1	0,399**
	<i>Audit Delay</i>	0,399**	1
2016	Republicação	1	0,132**
	<i>Audit Delay</i>	0,132**	1

Nota. * A correlação é significativa em nível de 99%.

Fonte: dados da pesquisa.

Observando-se a Tabela 14, pode-se constatar que os coeficientes de correlação encontrados revelam um relacionamento fraco entre as duas variáveis estudadas, visto que todos apresentaram-se menores que 0,40 (Dancey & Reidy, 2006). Esse fato indica que pode haver outras variáveis que influenciam as correlacionadas neste estudo e que afetam assim o resultado (Field, 2009).

Entretanto, é interessante observar que nos anos de 2011, 2012, 2015 e 2016 o coeficiente de correlação apresentou-se maior do que nos anos de 2013 e 2014. Além disso, foram também os únicos coeficientes significativos a um nível de 99%. Esse resultado converge ao teste de diferença de médias, realizado anteriormente. Confirma, assim, que quando o *audit delay* é maior há republicação das demonstrações contábeis, visto que o coeficiente de correlação, nos quatro anos, foi positivo.

Para o ano de 2013, o coeficiente de correlação encontrado foi muito baixo (0,039) e não apresentou significância estatística, revelando uma relação fraca entre as variáveis. Entretanto, pode-se observar que o coeficiente foi positivo, indicando assim que quando o *audit delay* é maior há republicação das demonstrações contábeis. Esse resultado está consonante com as médias de *audit delay* de 2013 (68 dias para publicação e 72 dias para republicação). Porém, como as médias não diferiram significativamente, esse fato pode ter concorrido para o baixo coeficiente de correlação aqui encontrado.

Por fim, para o ano de 2014, constatou-se um coeficiente de correlação baixo (-0,025), não significativo e negativo. Assim, diferente do que foi encontrado nos anos anteriores, em 2014, a relação entre as duas variáveis foi negativa, o que indica que quando o *audit delay* é maior não há republicação das demonstrações contábeis. Novamente, observa-se que o resultado aqui encontrado converge às médias anteriormente apresentadas, visto que a média de *audit delay* das empresas com republicação (67 dias) foi inferior à média de *audit delay* das empresas que não republicaram suas demonstrações (68 dias). Além disso, o baixo coeficiente encontrado pode ser reflexo da semelhança entre as médias, que não diferiram de forma significativa.

Em linhas gerais, os resultados encontrados aqui indicam que um maior *audit delay* está associado à republicação das demonstrações contábeis, visto que, na maioria dos anos analisados, os dados indicaram esse comportamento. Esse resultado corrobora os achados de Blankley, Hurtt e MacGregor (2014), que também evidenciaram que empresas que eventualmente republicam suas demonstrações contábeis apresentam maior atraso no recebimento do relatório de auditoria.

Essas evidências podem sugerir que o auditor teve de lidar com assuntos mais complexos no transcorrer do trabalho, que exigiram maior tempo e maior julgamento profissional. Essas situações tendem a aumentar o tempo de auditoria, o que pode consequentemente elevar a pressão sobre o auditor para que ele finalize o exame pericial. Tais fatores podem comprometer a qualidade do trabalho de auditoria, tornando-a menos eficaz na detecção de erros e desvios (Blankley *et al.*, 2014; Ettredge *et al.*, 2014). Assim, uma

consequência possível da redução na qualidade da auditoria é a republicação das demonstrações que acabam sendo divulgadas ao mercado com erros ou omissões.

Supõe-se que essa seja a situação encontrada no mercado brasileiro. Desse modo, o atraso na emissão do relatório do auditor independente sinaliza um aumento no risco de auditoria, que pode futuramente resultar na ocorrência de republicação das demonstrações.

Há que se fazer uma ponderação acerca do resultado divergente encontrado em 2014. No referido ano, os resultados indicaram uma relação negativa entre o *audit delay* e a republicação das demonstrações contábeis. Revelaram que quanto maior o atraso na publicação do relatório do auditor, menor a probabilidade de republicações. De fato, uma vertente teórica entende que o atraso na publicação do relatório do auditor reflete o esforço empregado na condução da auditoria (Knechel & Payne 2001). Evidências empíricas suportam o fato de que quanto maior o esforço empregado pela auditoria maior a qualidade do trabalho do auditor (O'Sullivan, 2000; Knechel & Sharma, 2012). Logo, um *delay* maior seria desejável, uma vez que sinalizaria maior esforço por parte dos auditores e conseqüentemente maior qualidade da auditoria.

Acredita-se, entretanto, que essa não seja a explicação mais plausível para os resultados, visto que no mercado brasileiro os investidores reagem negativamente ao atraso na divulgação das informações contábeis (Terra & Lima, 2006). Logo, as empresas possuem incentivos para publicarem as demonstrações de forma tempestiva. Além disso, destaca-se o fato de que as médias de *audit delay* encontradas para os dois grupos (publicação e republicação) foram muito próximas, o que não permite inferir a respeito da relação positiva observada entre as duas variáveis investigadas. Nesse caso, futuros estudos podem aprofundar a questão, especificamente no ano de 2014, e analisar outras variáveis aqui omitidas, como, por exemplo, o tempo de relacionamento entre auditor e auditado ou a especialização da firma de auditoria.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo verificar a relação entre a republicação das demonstrações contábeis das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa com o *audit delay*. Desse modo, para atingir o objetivo geral previamente determinado procedeu-se a uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de análise documental.

O primeiro passo foi identificar as empresas listadas na BM&FBovespa, que apresentaram republicação de suas demonstrações contábeis no período de 2011 a 2016. Esse passo foi realizado por meio do sítio eletrônico da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa). Verificou-se que no período de 2012 houve maior incidência de republicações, com um total de 162 empresas das 463 classificadas para a análise no ano. Analisando-se por setor, percebeu-se que o mais representativo foi o "Financeiro e outros", com a maior porcentagem de participação nas republicações em todos os anos.

O segundo passo consistiu em identificar o *audit delay* das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tanto, foram coletados dados no sítio eletrônico da BM&FBovespa, que permitiram o cálculo do atraso na emissão do relatório do auditor independente. Neste trabalho, com fundamento na definição de Pereira (2011), utilizou-se o conceito de que um *audit delay* "bom" é um *audit delay* pequeno, ou seja, quanto menor o atraso na entrega do parecer, melhor. Os resultados mostraram que nas empresas que por algum motivo tiveram suas demonstrações republicadas, o menor *audit delay* é de 20 dias em 2016 e o maior prazo de 816 dias, está em 2011.

Por fim, buscou-se relacionar a republicação das demonstrações contábeis com o atraso na emissão do relatório do auditor independente sobre as demonstrações contábeis (*audit delay*) das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Levando em consideração os resultados do teste de diferença de médias e da análise de correlação, constatou-se que para os anos de 2011, 2012, 2015 e 2016 um *audit delay* mais elevado está relacionado com a republicação das demonstrações contábeis, o que converge aos achados de Blankley *et al.* (2014). Assim, levando em consideração que o mercado brasileiro reage de forma negativa ao atraso na publicação das informações contábeis, entende-se que a pressão sobre o auditor

pela rápida conclusão da auditoria pode levá-lo a reduzir a qualidade do trabalho executado, o que explica a publicação de demonstrações enviesadas.

Entretanto, para os anos de 2013 e 2014, tal relação não pôde ser verificada. Em 2013, não houve diferença significativa no *audit delay* dos dois grupos de empresas (que publicaram e que republicaram), o que levou a um coeficiente de correlação extremamente baixo e não significativo. Já, em 2014, as médias observadas mostraram uma relação inversa àquela esperada, ou seja, um menor *audit delay* relacionado com a republicação das demonstrações contábeis, fato esse confirmado pelo coeficiente de correlação identificado. Saliencia-se, porém, que a relação observada não foi significativa estatisticamente, assim como a inexistência de diferença significativa entre as médias dos dois grupos analisados.

Desse modo, os resultados aqui obtidos levam à conclusão de que para os anos de 2011, 2012, 2015 e 2016, empresas com maior *audit delay* incorrem na republicação das demonstrações contábeis. Para os anos de 2013 e 2014, em função dos resultados relatados, não se pôde chegar à mesma conclusão.

Como todas as pesquisas, esta também possui limitações, dentre as quais destaca-se a não distinção entre refazimento e redivulgação. Como possibilidades de realização de outros estudos relacionados ao tema, sugere-se verificar se os motivos das reapresentações têm relação entre si, bem como investigar os motivos de diferença de *audit delay* identificados entre empresas que atuam no mesmo setor.

REFERÊNCIAS

- Angeli, P. P. T. (2008). *Republicação das Demonstrações Contábeis: uma análise dos índices ROA, ROE e endividamento total em empresas brasileiras no período de 2000 a 2005*. Dissertação Mestrado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, Espírito Santo, Brasil.
- Bills, K. L., Swanquist, Q. T., & Whited, R. L. (2015). Growing pains: Audit quality and office growth. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 288-313.
- Bischoff, J., Finley, J., & Leblanc, D. (2008). *Financial Statement Restatements: Causes and Effects*. Tennessee CPA Journal. April.
- Blankley, A. I., Hurtt, D. N., & MacGregor, J. E. (2014). The relationship between audit report lags and future restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33(2), 27-57.
- Brown, S. & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of Accounting Studies*, 12(2-3), 443-477.
- Camargo, R. C. C. P. & Flach, L. (2016). Audit Report Lag e Expertise da Firma de Auditoria: Uma Análise com Empresas Listadas na BM&FBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(2), 181-203.
- Chen, S., Goo, & Shen, Z. (2014). A Hbrid Approach of Stepwise Regression, Logistic Regression, Support Vector Machine, and Decision Tree for Forecasting Fraudulent Financial Statements. *The Scientific World Journal*, 2014, 1-10.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2018). *Texto integral da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18 e 596/18*. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Rio de Janeiro.

- Conselho Federal de Contabilidade. (2016a). *NBC TA 200 (R1): Objetivos gerais do auditor independente e a condução da auditoria em conformidade com normas de auditoria*. Brasília.
- Conselho Federal de Contabilidade. (2016b). *NBC TA 705: Modificações na opinião do auditor independente*. Brasília.
- Conselho Federal de Contabilidade. (2016c). *NBC TA 706: Parágrafos de ênfase e parágrafos de outros assuntos no relatório do auditor independente*. Brasília.
- Damascena, L. G. & Paulo, E. (2013). Pareceres de Auditoria: um estudo das ressalvas e parágrafos de ênfases constantes nas demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 9(3), 104-127.
- Damascena, L. G., Firmino, J. E., & Paulo, E. (2011). Estudo sobre os pareceres de auditoria: análise dos parágrafos de ênfase e ressalvas constantes nas demonstrações contábeis das companhias listadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 22(1), 125-154.
- Dancey, C. & Reidy, J. (2006). *Estatística Sem Matemática para Psicologia: Usando SPSS para Windows*. Porto Alegre: Artmed.
- Dantas, J. A., Chaves, S. M. T., Silva, M. R., & Carvalho, R. P. (2011). Determinações de refazimento/republicação de demonstrações financeiras pela CVM: o papel dos auditores independentes. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 45-64.
- Ettredge, M., Fuerherm, E. E., & Li, C. (2014). Fee pressure and audit quality. *Accounting, Organizations and Society*, 39(4), 247-263.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões* (2a ed.) Rio de Janeiro: Elsevier.
- Field, A. P. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS* (2a ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Gil, A. C. (1999). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (5a ed.). São Paulo: Atlas.
- Hair, J. F., Jr., Babin, B. J., Money, A. H., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- He, L. & Chiang, H. (2013). Market Reaction to Financial Statemen Restatement: A Study on the Information and Insurance Role of Auditors. *Advances in Management and Applied Economics*, 3(4), 37-50.
- Knechel, W. R., & J. L. Payne. (2001). Additional evidence on audit report lag. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 20(1): 137–146.
- Knechel, W. R. & Sharma, D. S. (2012). Auditor-provided nonaudit services and audit effectiveness and efficiency: Evidence from pre-and post-SOX audit report lags. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 31(4), 85-114.
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976* (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 15 de dezembro de 1976.
- Magalhães, M. N. & Lima, A. C. P. (2005). *Noções de Probabilidade e Estatística*. São Paulo: EDUSP.

- Marques, V. A., Amaral, H. F., Souza, A. A., Santos, K. L., & Rodrigues, P. H. (2017). Determinantes das Republicações no Mercado Brasileiro: Uma Análise a partir dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(2), 191-213.
- Martins, G. A & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Murcia, F. D. R. & Borba, J. A. (2005). Um estudo das fraudes contábeis sob duas óticas: Jornais econômicos versus periódicos acadêmicos no período de 2001-2004. *Revista de Contabilidade do Mestrado de Ciências Contábeis da UERJ*, 10(2), 99-114.
- Murcia, F. D.R. & Carvalho, L. N. (2007). Conjecturas Acerca do Gerenciamento de Lucros, Republicação das Demonstrações Contábeis e Fraude Contábil. *Contabilidade Vista & Revista*, 18(4), 61-82.
- Niyama, J. K. & Silva, C. A. T. (2011). *Teoria da Contabilidade*. (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Netto, F. H. & Pereira, C. C. (2011). Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(14), 29-50.
- O'Sullivan. (2000). The impact of board composition and ownership on audit quality: Evidence from large UK companies. *The British Accounting Review*, 32(4), 397-414.
- Pereira, A. N. & Costa, F. M. (2012). Determinantes do atraso de auditoria externa (Audit Delay) em companhias brasileiras. *Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração (ENANPAD)*, Rio de Janeiro (RJ).
- Pereira, A. N. (2011). *Determinantes do atraso de auditoria externa (Audit Delay) em companhias brasileiras*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, Espírito Santo, Brasil.
- Raupp, F. M. & Beuren, I. M. (2003). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In Ilse M. Beuren (Org). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática* (Cap. 3, pp. 76-97). São Paulo: Atlas.
- Romanus, R. N., Maher, J. J., & Fleming, D. M. (2008). Auditor industry specialization, auditor changes, and accounting restatements. *Accounting Horizons*, 22(4), 389-413.
- Santos, A. C., Souza, M. A., Machado, D. G., & Silva, R. P. (2009). Auditoria independente: um estudo dos pareceres emitidos sobre demonstrações contábeis de empresas brasileiras listadas na Bovespa e na Nyse. *Revista Universo Contábil*, 5(4).
- Stevenson, W. J. (2001). *Estatística aplicada a administração*. Editora Harbra.
- Teixeira, S. A., Politelo, L., & Klann, R. C. (2013). Fatores relacionados ao refazimento das demonstrações contábeis das companhias brasileiras de capital aberto. *Encontro Nacional dos Cursos de Graduação em Administração*, Florianópolis, SC, 24.
- Terra, P. R. S., & De Lima, J. B. N. (2006). Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(42), 35-49.

SUBVENÇÃO E ASSISTÊNCIA GOVERNAMENTAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM FOMENTO À INOVAÇÃO DA FINEP

GOVERNMENTAL GRANTS AND ASSISTANCE IN THE BRAZILIAN COMPANIES WITH INNOVATION FOSTERED BY FINEP

JACKELINE LUCAS SOUZA

*Doutora em Engenharia Civil pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Professora adjunta da UFC. **Endereço:** Rua Torres Câmara, 891, Ap. 702 | Aldeota | 60150-060 | Fortaleza/CE | Brasil.*

E-mail: jackeline.souza@hotmail.com

PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE

Doutorando em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC-UFPB). Professor Efetivo do Ensino Básico, Técnico e Tecnológico do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE).

Endereço: Rua Valdemar Paes, 925 | Bom Jardim | 60545-055 | Fortaleza/CE | Brasil.

E-mail: paulonobreparente@gmail.com

IVANEIDE FERREIRA FARIAS

*Mestranda no Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará (UFC). **Endereço:** Rua Dona Mendinha, 1120 | Álvaro Weyne | 60336-035 | Fortaleza/CE | Brasil.*

E-mail: ivaneideffarias@yahoo.com.br

HYANE CORREIA FORTE

*Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará (UFC). **Endereço:** Rua Pedro Melo, 136 | Antônio Bezerra | 60360-220 | Fortaleza/CE | Brasil.*

E-mail: hyane_0104@hotmail.com

RESUMO

Este estudo verifica o teor e o nível de evidenciação das Subvenções e Assistências Governamentais (SAG) nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras beneficiadas pela Financiadora de Estudos e Projetos [FINEP], entre 2008 e 2015. O CPC 07 exige que as empresas divulguem a política contábil, a natureza e os montantes das subvenções governamentais, bem como as exigências que devem ser satisfeitas pelas empresas. Das 1.992 empresas beneficiadas no período, apenas 48 são de capital aberto e, conseqüentemente, publicam demonstrações contábeis no *site* da Bolsa, Brasil e Balcão [B3]. Utilizou-se análise de conteúdo, em que foram coletados dados cadastrais, setoriais, financeiros e contábeis das empresas, inclusive informações gerais das SAG. As informações relativas aos projetos financiados e/ou subsidiados foram obtidas no *site* da FINEP. A verificação do recebimento da SAG considerou as orientações do CPC 07 (2008) e de sua posterior revisão, CPC 07 – R1 (2010), que apresenta os oito itens sujeitos à divulgação. Observou-se que 71,2% das empresas da amostra evidenciaram o recebimento de SAG. O ano de 2009 foi o mais representativo, os outros 28,8% da amostra não demonstraram o

Artigo apresentado no VIII Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2017, 19 e 21 de outubro de 2017, Rio de Janeiro, RJ.

Submissão em 09/11/2017. Revisão em 26/02/2018. Aceito em 13/07/2018.

recebimento de SAG, mas realizaram menção explícita quanto ao CPC 07. Conclui-se que, apesar da menção do CPC 07, parte representativa das empresas da amostra não divulgou as informações referentes às SAG, no período de 2010 a 2015, identificando maior evidência, somente, no ano de 2009.

Palavras-chave: Incentivos fiscais. *Disclosure*. Pronunciamentos contábeis. CPC 07.

ABSTRACT

This study verifies the content and level of disclosure of Government Grants and Assistance (GGA) in the financial statements of Brazilian companies fostered by the Studies and Projects Funding Entity [FINEP] between 2008 and 2015. CPC 07 requires companies to disclose their accounting policy, the nature and amounts of government grants, and the requirements that must be met by the companies. Of the 1,992 companies fostered during this period, only 48 are publicly-held and, consequently, publish financial statements on the Stock Exchange, Brazil, and over-the-counter [B3] website. We used the content analysis, in which we collected the companies' registration, sectorial, financial and accounting data, including general GGA information. We obtained information on the financed and subsidized projects from the FINEP website. The verification of receiving the GGA considered the guidelines of the CPC 07 (2008) and its subsequent review, CPC 07 – R1 (2010), which presents the eight items subject to disclosure. We verified that 71.2% of the sampled companies disclosed receiving the GGA. The year 2009 was the most representative. The other 28.8% of the sampled companies did not demonstrate receiving the GGA but explicitly mentioned the CPC 07. In conclusion, despite mentioning the CPC 07, a significant part of the sampled companies did not disclose the information regarding the GGA for the period between 2010 and 2015, showing greater disclosure only in 2009.

Keywords: Tax incentives. *Disclosure*. Accounting Pronouncements. CPC 07.

1 INTRODUÇÃO

A aprovação das Leis nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, e nº 11.941, de 27 de maio de 2009, e a publicação dos pronunciamentos técnicos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC] representaram avanço da regulamentação societária brasileira, contribuindo para o processo de convergência contábil às normas internacionais. Como resultado, verificaram-se mudanças na estrutura das demonstrações contábeis, no aumento da qualidade da informação contábil, nos novos critérios de contabilização e na divulgação dos elementos patrimoniais e de resultado das empresas (Andrade & Martins, 2009).

Dentre as modificações proporcionadas pelos normativos, a revogação da reserva de capital 'Doações e Subvenções para Investimento', conta que afeta o registro contábil da Subvenção e Assistência Governamental (SAG), deixou de ser reconhecida como reserva no patrimônio líquido das empresas e passou a ser registrada em conta de resultado do exercício. O reconhecimento no resultado somente ocorre quando atendidas as condições de reconhecimento de receita (Martins, Gelbcke, Santos, & Iudícibus, 2013) e faz com que essa constatação produza aproximação da relação lucro-caixa (Nogueira, Jucá & Macedo, 2010).

Essa alteração é proposta no Pronunciamento Técnico do CPC 07 – Subvenção e Assistência Governamental – promulgado em 2008, modificado pelo CPC 07 – R1, aprovado pela Deliberação CVM nº 646, de 2 de dezembro de 2010 (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2010) – e a visa alinhar os padrões contábeis à norma internacional IAS 20, emitida pelo *International Accounting Standards*, que disciplina as transações desenvolvidas entre o setor público e o privado.

As SAG configuram-se como programas administrados e viabilizados pelos governos da União, Estados e Distrito Federal e Municípios, que objetivam o incremento de operações, a atração de investimentos regionais com necessidade de desenvolvimento, bem como o fomento às atividades diversas de interesse público (Taveira, 2009). Destaque-se que as concessões de subvenções configuram-se como potencial e necessário campo de pesquisa

nas áreas de administração e contabilidade, pois os tributos impactam diretamente no resultado contábil e patrimônio das empresas (Formigoni, 2008).

Nesse contexto, destaca-se o apoio da Financiadora de Estudos e Projetos [FINEP] na promoção do desenvolvimento tecnológico no Brasil, por meio de programas de incentivo à inovação (Inovar, Juro Zero, Subvenção Econômica e Subvenção Pesquisador/Empresa). Tais programas desenvolvem-se por meio de financiamentos subsidiados, subvenção econômica e escoamento de capital (Macaneiro & Cherobim, 2009). Destaca-se a dimensão dos recursos envolvidos. A FINEP, entre 2008 e 2016, liberou cerca de R\$16,2 bilhões para projetos com características inovadoras, conforme dados apresentados ao final deste estudo.

Ao considerar a representatividade dos valores envolvidos pelas SAG, concedidas pelo governo às empresas brasileiras, questiona-se: de que forma é realizada a evidência de SAG pelas empresas brasileiras beneficiadas pela FINEP, conforme requerem os CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010)? O estudo teve o objetivo geral de verificar o teor e o nível de evidência das SAG nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras beneficiadas pela FINEP. Adicionalmente, estudo analisa também a relação entre o nível de evidência e a representatividade das SAG recebidas.

A amostra da pesquisa está composta por 48 empresas brasileiras de capital aberto, distribuídas entre 2008 e 2015, identificadas pela coleta de informações disponibilizadas nas demonstrações contábeis e publicadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B3] e no *site* da FINEP.

Em termos contábeis, após o processo de convergência, bem como após a aprovação do Pronunciamento Contábil CPC 07 – R1 (2010), o tratamento contábil dado às SAG passou por modificações significativas. Os aspectos contábeis da SAG e os respectivos efeitos na empresa foram estudados por Taveira (2009), Chagas, Araújo e Damascena (2011), Loureiro, Gallon e De Luca (2011), Rodrigues, Silva e Faustino (2011), Benetti, Benetti, Utzig, Braun e Oro (2014) e Barros, Souza e Dalfior (2015).

Os resultados do estudo mostram que 71,2% das empresas evidenciaram subvenções e assistências governamentais, demonstradas por meio do recebimento de incentivos fiscais. As empresas receberam 6,11% e 17,70% de SAG e de projetos das FINEP em relação ao ativo total. Ademais, observou-se que as empresas receberam até 69,7% e 532,0% de SAG e de projetos da FINEP em relação aos ativos totais e patrimônio líquido, respectivamente.

É relevante considerar que as empresas brasileiras têm encontrado dificuldades na obtenção de financiamentos externos para inovação (Crisóstomo, 2009), o que motiva o Governo a promover o desenvolvimento da inovação no país (Hamburg, 2010), por meio das subvenções governamentais, dentre essas as fornecidas pela FINEP. Busca, com isso, justificar o contexto de análise da pesquisa, limitando-se à perspectiva de a empresa retornar à sociedade o recurso recebido, realizar a devida prestação de contas e o atendimento às normas de contabilidade, como determinam o CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010).

Este artigo está dividido em seis seções. Essa primeira, a introdução da pesquisa, seguida da fundamentação teórica, na qual estão abordadas as subvenções e assistências governamentais no contexto da convergência contábil e as pesquisas realizadas sobre o tema. Na sequência, a seção dos procedimentos metodológicos apresenta as técnicas e os métodos utilizados na execução da investigação. A seção seguinte reúne os resultados e a discussão. Finalmente, as considerações finais apontam os resultados, as limitações e sugestões para futuras pesquisas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Convergência contábil e subvenções e assistências governamentais

O processo de convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais iniciou a partir da promulgação da Lei nº 11.638 (2007), alterando e revogando os dispositivos da Lei nº 6.404 (1976) e da Lei nº 6.385 (1976) (Crispim, 2011). Nesse contexto, foi instituído o Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], com o propósito de estudar, analisar, elaborar e emitir pronunciamentos técnicos sobre os procedimentos contábeis a serem adotados pelas instituições (Barros *et al.*, 2015).

Essas modificações impactaram a contabilidade das empresas, resultando em uma nova estrutura para as demonstrações contábeis, cujo foco passou a ser a prevalência da essência econômica sobre a forma do evento, com novos critérios de contabilização e divulgação dos elementos patrimoniais e de resultados, afetando a qualidade da informação contábil (Andrade & Martins, 2009).

Dentre as modificações inseridas na legislação societária, cita-se a segregação da contabilidade voltada para as demonstrações contábeis, direcionada a fins fiscais (Iudícibus, Martins, Gelbcke, & Santos, 2010) e às inovações nos registros contábeis. Tais inovações impactaram o lucro, as reservas e os dividendos das entidades, como no caso do registro das subvenções e assistências governamentais [SAG], que passaram a ser contabilizadas em conta de resultado ao invés de reserva no patrimônio líquido. Dessa forma, o registro da SAG como receita passou a ocorrer no momento de seu recebimento, desde que tenham sido cumpridas as condições necessárias à sua efetivação (Iudícibus *et al.*, 2010; Loureiro *et al.*, 2011).

No contexto contábil internacional, o assunto sobre doações e subvenções tem sido tratado na *International Accounting Standards* – IAS 20, emitida em 1983 e revisada em 1994 pelo *International Accounting Standards Board* [IASB] (Barros *et al.*, 2015). No Brasil, no intuito de regulamentar essa atividade em consonância com a IAS 20, foi criado o Pronunciamento Técnico CPC 07, aprovado pela Norma Brasileira de Contabilidade Técnica [NBCT] 19.4 – Subvenção e Assistência Governamentais, por meio da Resolução nº 1.143 (2008), do Conselho Federal de Contabilidade [CFC] e pela Deliberação CVM nº 555 (2008) (CPC, 2010).

No CPC 07 são apresentados os procedimentos aplicáveis na contabilização e na divulgação de subvenção governamental, bem como as modalidades de transações realizadas entre o setor público (governo) e o privado (empresas) (CPC, 2010). Destaca-se que a Deliberação CVM nº 646 (2010) regulamentou a alteração do CPC 07 para CPC 07 (R1). Trouxe modificações, principalmente, quanto aos critérios de divulgação das SAG.

Em conformidade com as alterações proporcionadas pela Lei nº 6.404 (1976), o CPC 07 – R1 (2010) apresenta argumentos para justificar o reconhecimento da SAG como receita na demonstração do resultado do exercício (DRE), entre os quais: (a) a subvenção não deve ser creditada diretamente no patrimônio líquido, e sim reconhecida como receita nos períodos apropriados, pois é recebida de fontes não acionistas e deriva de ato de gestão em benefício da entidade; (b) raramente é gratuita e a entidade ganha efetivamente essa receita quando cumpre as regras das SAG e determinadas obrigações e (c) assim como os tributos são despesas reconhecidas na DRE, a SAG é uma extensão da política fiscal. Deve, também, ser reconhecida e registrada no resultado.

A SAG poderá ser reconhecida quando existir segurança razoável de que a empresa cumprirá todas as condições estabelecidas. Da subvenção, após transitar pelo resultado do exercício, poderá, a partir da conta de lucros ou prejuízos acumulados, ocorrer o crédito em reserva própria, como acúmulo de incentivos fiscais (CPC, 2010).

No que diz respeito aos itens que devem ser divulgados nas demonstrações contábeis, o CPC 07 (2008) orientava que as empresas com SAG deveriam divulgar, no mínimo, as seguintes informações: (a) a política contábil e os métodos de apresentação adotados para as SAG; (b) a natureza e a extensão reconhecidas das SAG, bem como a indicação de outras formas de assistência governamental de que a entidade tenha diretamente se beneficiado; (c) condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à SAG que tenha sido reconhecida; (d) descumprimento de condições relativas à SAG ou existência de outras contingências; (e) o prazo em que a SAG permanecerá na entidade; (f) eventuais SAG a reconhecer contabilmente, após cumpridas as condições contratuais; (g) premissas utilizadas para o cálculo do valor justo e (h) informações relativas às parcelas aplicadas em fundos de investimentos regionais e às reduções ou isenções de tributos em áreas incentivadas. Com as alterações inseridas pelo CPC 07 – R1 (2010), o quantitativo de itens que devem ser divulgados pelas empresas foi reduzido, disciplinando que apenas as informações apontadas nos itens (a), (b) e (c) devem ser divulgadas.

O CPC 07 – R1 (2010) define assistência governamental como uma “ação de um governo destinada a fornecer benefício econômico específico a uma entidade ou a um grupo de entidades que atendam a critérios estabelecidos”, enquanto que a subvenção

governamental é definida como “assistência governamental geralmente na forma de contribuição pecuniária, mas não só restrita a ela, concedida a uma entidade normalmente em troca do cumprimento passado ou futuro de condições relacionadas às atividades operacionais da entidade” (CPC 07 – R1, 2010, p.2).

Loureiro *et al.* (2011) e Chagas *et al.* (2011, p. 9) detalham a diferença entre subvenção e assistência. A primeira tem natureza pecuniária, enquanto a segunda “pode ser realizada através de outras ações de natureza não pecuniária”. Fonteneles, Ponte, Oliveira e Ribeiro (2014) acrescentam que SAG são os subsídios oferecidos às empresas pelo governo, com o intuito de estimular o desenvolvimento socioeconômico de um determinado local.

Crispim (2011) aponta que as subvenções variam de acordo com a natureza e as condições em que ocorrem. Podem ser incentivos fiscais, empréstimos subsidiados, subsídios em empréstimos, contribuições, entre outros. As subvenções objetivam atrair investimentos e estimular determinado setor econômico ou região, incrementando operações e financiando a promoção de atividades de interesse público. Podem ser concedidas por governos das esferas municipais, estaduais e federais (Taveira, 2009; Barros *et al.*, 2015).

Nesse contexto, as subvenções podem auxiliar a implementação de diversos projetos, como aqueles operacionalizados por órgãos como a FINEP, que atua diretamente na promoção do desenvolvimento da inovação do país. Nesse sentido, a subvenção governamental atuaria como fator propulsor do desenvolvimento da inovação (Hamburg, 2010). A participação do governo deve ser considerada, visto que o processo de inovação deve ser encarado como uma questão político-institucional (Silva & Costa, 2012).

A FINEP tem fomentado a inovação no Brasil por meio de alguns programas, como o projeto Inovar, Juro Zero, Subvenção Econômica e Subvenção Pesquisador/Empresa. A FINEP, em conjunto com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social [BNDES] e o Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico [CNPq], tem contribuído para inovação no Brasil (Macaneiro & Cherobim, 2009). Os programas governamentais desenvolvidos pela FINEP têm sido realizados por meio da concessão de bolsas de pesquisa, financiamentos subsidiados (reembolsável), subvenção econômica (não reembolsável) e escoamento de capital (Macaneiro & Cherobim, 2009).

As empresas brasileiras têm optado por buscar, entre as entidades governamentais, recursos oriundos de subvenção, como uma forma de auxílio à inovação (Corder & Sales-Filho, 2006). O provimento de recursos destinados aos investimentos iniciais às empresas inovadoras deve decorrer do setor público, uma vez que os investidores de maior porte preferem investir apenas nas fases futuras (Corder & Sales-Filho, 2006). Desse modo, as subvenções teriam papel fundamental na implementação e alavancagem dos projetos de inovação.

2.2 Estudos anteriores

As mudanças inseridas pelo CPC 07 – R1 (2010) suscitaram o desenvolvimento de pesquisas a respeito de como as empresas têm reconhecido e divulgado as SAG. No entanto, ainda são escassos os estudos a respeito desse assunto. Dentre os estudos realizados, destacam-se: Taveira (2009), Chagas *et al.* (2010), Loureiro *et al.* (2011), Rodrigues *et al.* (2011), Benetti *et al.* (2014) e Barros *et al.* (2015).

Taveira (2009) avaliou como as empresas de capital aberto, classificadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, observaram as orientações do CPC 07 (2008) divulgadas nas demonstrações contábeis de 2008. Os resultados do estudo evidenciaram informações contábeis com nenhum ou pouco detalhamento em itens que exigem maiores níveis de explicações, ou seja, não satisfazendo aos critérios definidos pelo CPC 07 (2008).

Chagas *et al.* (2010) verificaram as subvenções e assistências governamentais obtidas pelas Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público [OSCIPs], da Paraíba e do Rio Grande do Norte, evidenciadas conforme o CPC 07 (R1) (2010) e a NBCT 19.14 - Resolução CFC nº 1.143 (2008). Os resultados apontaram que grande parte das OSCIPs evidenciou as subvenções e assistências governamentais em obediência ao Pronunciamento Técnico do CPC 07 – R1 (2010) e da NBCT 19.14.

Loureiro *et al.* (2011) investigaram a divulgação das informações e os efeitos econômicos decorrentes do reconhecimento das SAG nas demonstrações contábeis das 100 maiores companhias abertas do Brasil, listadas na revista Exame, entre 2008 e 2009, conforme o CPC 07 – R1 (2010). As autoras observaram que as empresas apresentaram baixos níveis de evidenciação, maior evidenciação do item política contábil adotada para as SAGs, incluindo os métodos de apresentação adotados nas demonstrações contábeis, além de considerável participação das SAG no capital próprio das empresas dos setores têxtil e papel e celulose.

Rodrigues *et al.* (2011) pesquisaram as empresas sediadas no Estado de Pernambuco, que receberam subvenções oriundas de incentivos fiscais do IR e do ICMS, durante o período de 2007 a 2009. Objetivou-se identificar como foram evidenciados os registros contábeis das subvenções governamentais e se estavam em conformidade com as orientações do CPC 07 – R1 (2010). Dentre os resultados apontados, apenas 31% das demonstrações contábeis analisadas cumpriram as orientações do CPC.

Benetti *et al.* (2014) verificaram se o nível de evidenciação das SAG das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2010, estava em conformidade com o Pronunciamento Técnico do CPC 07 – R1 (2010). Constatou-se que o item política contábil adotada pela entidade para subvenções governamentais foi o mais evidenciado, seguido do item referente aos métodos de apresentação e evidenciação da natureza e dos montantes de SAG.

Barros *et al.* (2015) investigaram o grau de aplicação do CPC 07 – R1 (2010) em empresas da administração pública indireta do Estado de Minas Gerais, no exercício de 2013. Os resultados apontam que das 15 empresas analisadas, sete não receberam subvenções e assistências governamentais, três receberam e não aplicaram o que determina o CPC e três aplicaram parcialmente. Apenas duas empresas apresentaram conformidade total, nas demonstrações contábeis, com o CPC 07 – R1 (2010).

Gonçalves, Nascimento e Wilbert (2016) analisaram se as empresas brasileiras que receberam subvenções governamentais apresentaram maior nível de elisão fiscal e se geraram mais riqueza para a sociedade. Os resultados mostram que as empresas beneficiadas com as SAG apresentaram maior nível de elisão fiscal em relação aos tributos sobre o lucro e agregaram menor valor aos bens e serviços gerados.

O presente estudo se distingue dos demais ao analisar a aderência de empresas de capital aberto do Brasil, beneficiadas pelos programas da FINEP entre 2008 e 2015, em relação à evidenciação de SAG, exigida pelo CPC 07 – R1 (2010). Convém destacar a relevância da análise do perfil de todas as entidades beneficiadas pela FINEP e a análise da representatividade das empresas de capital aberto listadas na B3, em relação a todas as empresas beneficiadas pela FINEP, bem como sua associação com o nível de evidenciação.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia do estudo classifica-se como descritiva, uma vez que busca identificar o teor e o nível de divulgação de subvenções e assistências governamentais. A coleta de dados secundários, caracterizada como documental, foi realizada no site da B3 e da Finep. A análise de dados caracteriza-se como quali-quantitativa.

O universo da pesquisa compreende todas as empresas que foram beneficiadas pela FINEP, totalizando 1.992 entidades. Dessas, 48 são empresas de capital aberto que, conseqüentemente, publicam demonstrações contábeis no *site* da B3. Assim, a amostra é representada apenas por 48 empresas e 66 projetos submetidos e aprovados - 2,4% da população do estudo.

A não aleatoriedade na definição das empresas de capital aberto deu-se em determinação ao objetivo do estudo. A aprovação da Resolução nº 1.143/08, do Conselho Federal de Contabilidade [CFC], determina que a norma deve ser aplicada na contabilização e divulgação da subvenção governamental, bem como em outras formas de assistência governamental.

Partiu-se para análise de conteúdo das demonstrações contábeis – Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Notas Explicativas – das empresas

entre 2008 e 2015, divulgadas no portal da CVM, de onde foram coletados dados cadastrais, setoriais, financeiros e contábeis, inclusive informações gerais das SAG. As informações relativas aos projetos financiados e/ou subsidiados foram obtidas no *site* da FINEP.

Inicialmente, verificou-se se as empresas evidenciaram em notas explicativas o recebimento da SAG em cada um dos períodos em análise. Caso a empresa não possuísse SAG, atribuiu-se valor zero (0); do contrário, valor um (1). Classificou-se tal benefícios como Federal (F), Estadual (E) e/ou Municipal (M), dependendo da origem do recurso público. Para as empresas que evidenciaram o recebimento de SAG, foi realizada análise do nível e do teor das informações contidas nas notas explicativas e os itens requeridos pelo CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010), de acordo com a Figura 1.

As informações analisadas nas notas explicativas foram confrontadas com as informações presentes na base de dados da FINEP, a fim de identificar se e como as empresas classificam os projetos de SAG recebidos pela FINEP, bem como sua representatividade em relação ao total de SAG das empresas.

Tabela 1

Itens de evidenciação das SAG de verificação nas Notas Explicativas

Item	Informação a ser divulgada pelas empresas (CPC 07, 2008)
1	A política contábil adotada para as subvenções governamentais, incluindo os métodos de apresentação adotados nas demonstrações contábeis.
2	A natureza e os montantes reconhecidos das subvenções governamentais ou das assistências governamentais, bem como a indicação de outras formas de assistência governamental de que a entidade se tenha diretamente beneficiado.
3	As condições a serem regularmente satisfeitas ligadas à assistência governamental que tenha sido reconhecida.
4	O descumprimento de condições relativas às subvenções ou à existência de outras contingências.
5	O prazo em que a subvenção permanecerá na entidade.
6	Eventuais subvenções a reconhecer contabilmente, após cumpridas as condições contratuais.
7	As premissas utilizadas para o cálculo do valor justo exigido pela regulamentação contábil.
8	As informações relativas às parcelas aplicadas em fundos de investimentos regionais e às reduções ou isenções de tributos em áreas incentivadas.

Fonte: Adaptado do Pronunciamento Técnico do CPC 07 (2008).

Para identificar o nível de *disclosure*, optou-se pela evidenciação relacionada a cada item de divulgação prescrito no Pronunciamento Técnico do CPC 07 (2008). Seguindo esse critério, quando a informação foi evidenciada nas notas explicativas no período de estudo, aplicou-se (1) e (0). Caso contrário, no total e no máximo, aplicou-se oito pontos. Acrescenta-se que o CPC 07 – R1 (2010) torna obrigatória somente a evidenciação dos itens 1, 2, e 3.

No *site* da FINEP, foram obtidas informações acerca dos projetos submetidos pelas empresas, bem como a modalidade, o valor do projeto e o liberado. Os projetos submetidos, quanto à modalidade, podem ser classificados em reembolsável e não reembolsável. O primeiro refere-se aos financiamentos subsidiados, enquanto que o segundo se remete à subvenção econômica. Ao submeterem os projetos na FINEP, as empresas apresentam valor proposto para sua realização. No entanto, cabe à FINEP a sua liberação, o que nem sempre representa o valor sugerido.

A análise dos dados, de caráter qualitativo, foi dividida em três etapas: (i) perfil das instituições e das SAG recebidas; (ii) nível e teor da evidenciação de informações requeridas pela norma da SAG; (iii) representatividade das SAG em contas da empresa e (iv) análise da representatividade dos valores recebidos pelas empresas de SAG e dos projetos da FINEP em relação ao ativo total e ao patrimônio líquido das empresas. *A priori*, expõe-se um panorama das instituições que foram beneficiadas pela FINEP, no período entre 2008 e 2015, para, então, mostrar a representatividade da SAG das empresas de capital aberto do Brasil em relação às demais. Posteriormente, apresenta-se o nível e o teor da evidenciação das informações exigidas pelo CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010). Por fim, examina-se a representatividade das SAG em relação ao ativo total e ao patrimônio líquido da empresa.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

4.1 Análise dos resultados

No período de 2008 a 2015, foram enviados ao FINEP 3.930 projetos, dos quais 3.577 receberam recursos. Pode-se verificar na Tabela 2 que o ano com mais projetos financiados pelo FINEP foi o de 2010, com total de 780 projetos. Em segundo lugar ficou o ano de 2008, com 638 projetos. Verifica-se também queda no número de projetos financiados nos três últimos anos. Quanto à modalidade, verificou-se que a maioria dos financiamentos é do tipo sem reembolso, com total de 2.920 projetos sem reembolso e 605 com reembolso.

Constatou-se, ainda, por meio da Tabela 2, que, dos 3.525 projetos que receberam financiamentos do FINEP, apenas 75 são de empresas listadas na B3 e a maioria das instituições não listadas são universidades, centros ou associações de pesquisa. Acrescenta-se que, ao longo dos oito anos, o número de projetos de empresas participantes da B3 decresceu.

Tabela 2

Análise dos projetos financiados pelo FINEP

Atributos		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total	%
Projetos FINEP	N	638	617	780	390	375	453	229	43	3.525	100,0
Modalidade	Reembolsável	62	71	86	144	94	124	24	0	605	17,2
	Não reembolsável	576	546	694	246	281	329	205	43	2.920	82,8
Empresas Listadas na B3	Sim	5	18	14	9	9	13	6	1	75	2,1
	Não	633	599	766	381	366	440	223	42	3.450	97,9
Projetos/Regiões do Brasil	Norte	38	27	38	19	9	20	6	1	158	4,5
	Nordeste	133	79	126	42	52	73	33	1	539	15,3
	Centro-Oeste	35	32	52	23	20	26	10	2	200	5,7
	Sudeste	286	327	395	181	203	216	121	28	1.757	49,8
	Sul	146	152	169	125	91	118	59	11	871	24,7

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a FINEP aprovou 3.525 projetos às entidades para o desenvolvimento de projetos de inovação. 82,8% dos projetos financiados caracterizam-se como não reembolsáveis, ou seja, não possuem característica de financiamento. Não é necessária a devolução do recurso recebido pela empresa. É perceptível que parte representativa das entidades (97,9%), que foram beneficiadas pela FINEP, não estão listadas na bolsa de valores.

Os resultados mostram, também, que a região Sudeste teve 1.757 projetos financiados pela FINEP, no período de 2008 a 2015. Ficou em segundo lugar a região Sul, com total de 871 projetos financiados. O mesmo pôde ser observado quando na análise de cada ano, separadamente, ou seja, 74,5% das empresas beneficiadas estão nas regiões Sul e Sudeste.

Em continuidade à verificação dos projetos, procedeu-se à análise descritiva dos recursos liberados, no período de 2008 a 2015, observando o valor médio de R\$ 4.491.345,80 para financiamento, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3

Análise descritiva dos recursos liberados para os projetos pela FINEP

Período	N	Mínimo	Máximo	Média	Cresc. (%)	DP	CV
2008	638	16.913,30	100.000.000,00	2.813.203,20	-	8.817.623,30	3,10
2009	617	2.448,00	100.000.000,00	4.194.144,50	0,49	11.577.941,30	2,80
2010	780	41.595,00	93.229.363,00	3.146.147,70	-0,25	9.087.378,80	2,90
2011	390	13.425,00	93.840.000,00	4.011.453,40	0,28	9.882.670,30	2,50
2012	375	1.912,00	126.000.000,00	3.565.683,00	-0,11	11.580.265,80	3,20
2013	453	38.100,00	321.804.051,00	10.914.141,80	2,06	32.790.867,50	3,00
2014	229	58.500,00	240.292.166,00	5.828.529,50	-0,47	20.752.198,10	3,60
2015	43	80.000,00	7.000.000,00	1.457.463,00	-0,75	1.485.212,10	1,00
Total	3525	1.912,00	321.804.051,00	4.491.345,80	-0,28	9.490.105,50	2,10

Fonte: Dados da pesquisa.

O período com maior amplitude em relação aos valores dos projetos de inovação foi entre 2013 e 2015. Apresenta diferença de R\$ 9,5 milhões. Os valores dos projetos sofreram

quedas significativas, de -87,0%, entre 2013 e 2015, possivelmente em decorrência da crise financeira do Estado e da situação da crise econômica. Constatou-se, também, que os coeficientes de variação foram elevados, o que sugere alta variabilidade dos valores liberados, o que pode indicar diversidade de valores monetários investidos nos projetos.

Observou-se na Tabela 3 que a taxa de crescimento médio dos valores dos projetos apresenta conduta oscilatória entre os períodos, com aumentos e reduções intervalares. O período de 2015 é representado por uma queda brusca no número de projetos atendidos pela FINEP.

Para análise inicial, consideraram-se as empresas que efetivamente mencionaram incentivo nas demonstrações contábeis. A Figura 1 ilustra o quantitativo de projetos (não) aprovados pela FINEP às empresas durante o período de análise.

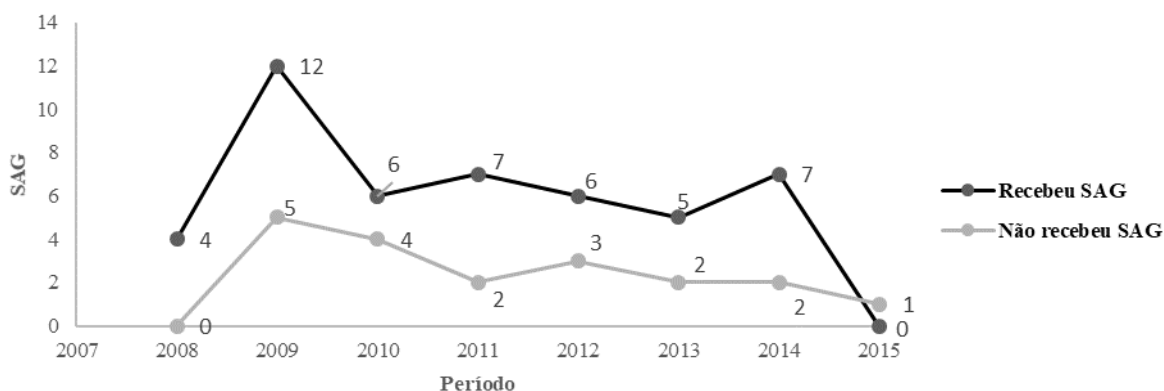


Figura 1. Evolução de projetos aprovados pela FINEP às empresas brasileiras de capital aberto do Brasil

Fonte: Dados da pesquisa.

De modo geral, 71,2% das empresas da amostra evidenciaram o recebimento de SAG. Observa-se na Figura 1 que o ápice de recebimento de SAG pelas empresas ocorreu em 2009, com total de 12 benefícios (29,3%). Além disso, é possível observar, na Tabela 4, a partir da publicação do CPC 07 – R1 (2010), que as empresas evidenciaram níveis constantes de recebimento de SAG entre 2010 e 2015, de acordo com a origem dos recursos (federais, estaduais ou municipais).

A evidenciação de SAG nas empresas apresenta comportamento semelhante, quando comparado com o quantitativo de projetos aprovados pela FINEP. Indica que as subvenções e assistências proporcionadas ao Governo foram sendo reduzidas desde 2010.

Tabela 4

Evidenciação e menção ao CPC 07 – R1 pelas empresas beneficiadas pela FINEP

Evidenciação e Origem da SAG	Recebimento SAG		Menção ao CPC 07	
	N	(%)	N	(%)
Não evidenciou SAG	19	28,8	2	13,3
Evidenciou SAG	47	71,2	13	86,7
Federal	24	36,3	8	53,3
Estadual	12	18,2	1	6,7
Municipal	0	0,0	0	0,0
Federal e Estadual	11	16,7	4	26,7
Federal, Municipal e Estadual	0	0,0	0	0,0
Total	66	100,0	15	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostram que 28,8% das empresas não evidenciaram o recebimento de SAG. Todavia, realizaram menção explícita quanto ao CPC 07. Além disso, é possível observar que, das empresas que receberam SAG, 24 (36,3%) têm origem federal, 12 (18,2%) estadual e nenhuma empresa apresentou origem municipal. Parte representativa dessas subvenções

recebidas estão sob a forma de incentivos fiscais. Foi apresentado nas notas explicativas, principalmente, a redução da parcela do Imposto de Renda Pessoa Jurídica [IRPJ], devido ou não.

Além disso, muito embora as empresas sejam beneficiadas pelo governo, não realizam menção ao CPC 07, mesmo que a amostra do estudo tenha acontecido entre a divulgação da primeira versão do CPC 07 (2008) e cinco anos após a versão do CPC 07 R1 (2010).

No que diz respeito às informações qualitativas evidenciadas, verifica-se, na Tabela 5, que 33 empresas (50%) utilizaram a terminologia Incentivo Fiscal para se referir à SAG e, em segundo lugar, seis empresas utilizaram a terminologia Subsídio ou outras para abordar o benefícios a SAG. Constatou-se, ainda, que 11 empresas (16,7%) não informaram a SAG recebida.

Tabela 5
Informações qualitativas evidenciadas em notas explicativas

Informações evidenciadas em notas explicativas		N	%
Terminologia utilizada para informar a SAG recebida	Subsídio	6	9,1
	Incentivo fiscal	33	50,0
	Doação	2	3,0
	Prêmio	4	6,1
	Outra	6	9,1
	Não informou	11	16,7
Característica da SAG recebida	Ativo monetário	32	48,5
	Ativo não monetário	16	24,2
	Monetário e não monetário	2	3,0
	Não informou	12	18,2
Relação entre a SAG recebida e a FINEP	Sim	1	1,5
	Não	65	98,5
Total		66	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 5 evidencia que 48,5 % das empresas da amostra têm caracterizado as SAG nas notas explicativas como ativo monetário. Ficou em segundo lugar a descrição como ativo não monetário (24,2%). Constatou-se também que 65 (98,5%) das empresas da amostra não evidenciaram relação entre a SAG e a FINEP, ou seja, não informaram fonte dos recursos. Em complemento a essa análise, a Tabela 6 aponta empresas que divulgam os itens obrigatórios do CPC 07.

Tabela 6
Nível de atendimento aos itens do CPC 07 e CPC 07 – R1

Nível de Atendimento dos Itens nas Notas Explicativas – CPC 07 (2008)											
	Itens obrigatórios								Média Geral		
	1	2	3	4	5	6	7	8			
Divulgado	33,3	19,0	14,3	4,8	9,5	0,0	4,8	4,8	11,3		
Não divulgado	66,7	81,0	85,7	95,2	90,5	100,0	95,2	95,2	88,7		
Nível de Atendimento dos Itens nas Notas Explicativas – CPC 07 – R1 (2010)											
	Itens obrigatórios			Média Parcial	Itens voluntários					Média Parcial	Média Geral
	1	2	3		4	5	6	7	8		
Divulgado	51,1	26,7	20,0	32,6	4,4	8,9	2,2	4,4	2,2	4,4	15,0
Não divulgado	48,9	73,3	80,0	67,4	95,6	91,1	97,8	95,6	97,8	95,6	85,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o nível de atendimento dos itens evidenciados em Notas Explicativas, no período de 2008 a 2009, aplica-se o CPC 07 (2008), enquanto que no período de 2010 a 2015 aplica-se o CPC 07 R1 (2010).

Dessa forma, a Tabela 6 evidencia que em média 11,3% das empresas da amostra divulgaram os itens obrigatórios do CPC 07. Ao analisar cada item, pôde-se constatar que a maioria das empresas não divulgou os itens 1 (66,7%), 2 (81,0%), 3 (85,7%), 4 (95,2%), 5 (90,5%), 6 (100,0%), 7 (95,2) e 8 (95,2%). Mesmo sendo a divulgação obrigatória, verifica-se, que no período de 2008 a 2009, a maioria das empresas que recebeu SAG não seguiu as recomendações do CPC 07.

Quanto ao período de 2010 a 2015, a Tabela 7 apresenta que 32,6% das empresas divulgaram os itens obrigatórios e 4,4 % expuseram os itens voluntários. No geral, apenas 15% das empresas da amostra apresentaram os itens obrigatórios e voluntários. Ao se analisar cada item, separadamente, verifica-se que dos três itens obrigatórios do CPC 07 – R1 (2010), somente o item 1 apresentou maior percentual de divulgação (51,1%). Os itens 2 e 3 não foram divulgados pela maioria das empresas, num percentual de divulgação de 73,3% e 80,0%, respectivamente. Quanto aos itens voluntários, a grande parte da amostra não evidenciou as informações referentes a esses itens.

Além disso, constata-se que nos dois períodos o item “política contábil adotada para as subvenções governamentais” foi o mais evidenciado. A Tabela 7 apresenta a representatividade da SAG e dos recursos da FINEP no ativo total e no patrimônio líquido. Assim, dentro de 66 projetos financiados, em um valor médio da FINEP de R\$ 33.836.514,75, quarenta e um projetos, em um valor médio de R\$ 614.175,00, foram contemplados com SAG e 14 evidenciaram Reserva de Incentivos Fiscais (RIF), no valor médio de R\$ 285.902,00.

Tabela 7

Representatividade da SAG e da FINEP no ativo total e no patrimônio líquido

PAINEL A – Valores (em R\$ mil) relativos à FINEP, SAG e RIF						
Variáveis	N	Média (%)	Mediana (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)	DP
FINEP	66	33.837	14.371	139	240.292	4,39
SAG	41	614.175	15.622	60	4.569.660	1.123,28
RIF	14	285.902	82.929	5.347	1.849.893	509,78
PAINEL B – Representatividade das SAG e FINEP						
Variáveis	N	Média (%)	Mediana (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)	DP
SAG/AT	41	6,11	18,61	0,03	27,34	7,64
SAG/PL	41	16,54	4,67	0,06	69,71	23,08
FINEP/AT	66	17,70	3,85	0,00	352,00	47,93
FINEP/PL	66	17,38	8,89	0,00	253,83	51,12

Nota. FINEP: representa os valores recebidos pelas empresas da FINEP, independentemente da modalidade; SAG: denota a subvenção recebida pelo governo RIF: remete à reserva de incentivos fiscais; SAG/AT e SAG/PL: refere-se à razão entre a SAG recebida e o ativo total e patrimônio líquido, respectivamente; FINEP/AT e FINEP/PL: diz respeito ao valor liberado pela FINEP sobre o ativo total e o patrimônio líquido, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostram que as empresas apresentam valores superiores de SAG em relação aos recursos fornecidos pela FINEP, uma vez as empresas obtêm outras formas de captar incentivos em diferentes esferas governamentais, conforme apresentado na Tabela 5. Outro resultado evidencia que 46,5% dos recursos recebidos são destinados para a reserva de incentivos fiscais. Além disso, reforça-se que nem todas as empresas que receberam recursos da FINEP realizaram a devida evidenciação em Notas Explicativas, conforme determinam o CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010).

Constata-se também que a razão entre os recursos SAG e o ativo é de 6,11, ou seja, cada R\$ 1,00 do ativo equivale ao valor médio SAG de R\$ 6,11 e cada R\$ 1,00 do patrimônio líquido equivale ao valor médio SAG de R\$ 16,54. No caso dos recursos advindos da FINEP, mesmo com participação de todas as empresas da amostra, verifica-se a representatividade em relação ao ativo e ao patrimônio líquido maior do que a da SAG, o que pode ser constatado tanto nos valores médios de R\$ 17,70 (em relação ao ativo) e de R\$ 17,38 (em relação ao patrimônio líquido), como nos valores máximos de R\$ 352,00 (em relação ao ativo) e R\$ 253,83 (em relação ao patrimônio líquido).

Esses resultados são, de fato, significativos, considerando que do total da composição de ativos e patrimônio líquido, 17%, aproximadamente, são referentes aos recursos disponibilizados pela FINEP. Todavia, é interessante observar que as medidas de representatividade da FINEP apresentam elevada variabilidade, com índices de 47,9 (em relação ao ativo total) e 51,1 (em relação ao patrimônio líquido).

4.2 Discussão dos resultados

As empresas beneficiadas pela FINEP apresentaram baixos níveis de evidenciação de informações sobre subvenções e assistências governamentais. Somente 22,7% fizeram menção ao CPC 07 e CPC 07 (R1) e dessas somente uma empresa relacionou a SAG recebida pela FINEP. Tais resultados evidenciam a significativa desconformidade às exigências das normas, considerando principalmente, a representatividade dos valores recebidos pelas empresas.

Os resultados mostram também o baixo nível de evidenciação das informações nas demonstrações contábeis, com médias de 11,3% e 15,0% em relação ao CPC 07 e CPC 07 (R1), respectivamente. Esses resultados corroboram os estudos de Taveira (2009), Loureiro *et al.* (2011), Rodrigues *et al.* (2011) e Barros *et al.* (2015), que observaram em pesquisas baixos níveis de evidenciação dos níveis de atendimento do CPC 07 (2008) ou CPC 07 (R1) (2010). Portanto, não confirmam os achados de Benetti *et al.* (2014) e Chagas *et al.* (2010), que apontaram que as empresas por eles analisadas têm divulgado as subvenções governamentais de acordo com o CPC 07 – R1 (2010).

Nesse sentido, é relevante que a empresa encare o cumprimento de informações obrigatórias e seus benefícios, como, por exemplo, a percepção, por parte dos investidores, de que a empresa está preocupada com os diversos *stakeholders*, principalmente quanto ao governo e aos investidores.

Mesmo após as alterações do CPC 07 (2008), o nível de evidenciação de informações mostrou-se significativamente baixo. Não atendem a qualquer nível de informação a ser divulgada, conforme classificam Hendriksen e Van Breda (1999). Nesse sentido, cabe questionar, se, de fato, o baixo nível de evidenciação de informações está atendendo aos objetivos da Contabilidade.

Quanto ao item mais evidenciado, assim como esta pesquisa, Loureiro *et al.* (2011) e Benetti *et al.* (2014) constataram que o item 'política contábil adotada para as subvenções governamentais' tem sido citado como mais frequência nas demonstrações contábeis.

Outros apontamentos referem-se à representatividade dos valores recebidos, pois quando verificada a representação das SAG e dos recursos da FINEP, recebidos com o ativo total e com o patrimônio líquido, a média é de 11,3% e 17,5%, respectivamente. Nessa direção, Loureiro *et al.* (2011) verificaram considerável participação das SAG no capital próprio das empresas dos setores têxtil e papel e celulose. Essas evidências mostram a relevância dos recursos públicos recebidos pelas empresas e fortalece a necessidade de maior cumprimento às normas contábeis e de fiscalização pelos organismos contábeis.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo geral verificar o teor e o nível de evidenciação das Subvenções e Assistências Governamentais [SAG] nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras beneficiadas pela FINEP, considerados como objetivos específicos: (i) traçar o perfil das instituições favorecidas pelos financiamentos da FINEP; (ii) identificar se as empresas de capital aberto do Brasil evidenciaram o reconhecimento da SAG nas duas demonstrações contábeis, verificando o teor das informações evidenciadas em relação à origem das SAG; (iii) examinar o nível de atendimento dos requisitos de divulgação do CPC 07 (2008) e CPC 07 – R1 (2010) nas empresas de capital aberto e (iv) analisar a relação entre a evidenciação e a representatividade das SAG.

Para o primeiro objetivo específico, verificou-se que as organizações mais beneficiadas por esse financiamento são as universidades e centros de pesquisas, locais em que há incentivo à realização de projetos que visam ao desenvolvimento científico e tecnológico do país. Além disso, pôde-se constatar que as organizações mais beneficiadas pelo FINEP estão concentradas nas regiões Sul e Sudeste do país.

No que tange ao segundo objetivo específico, considerando as alterações ocorridas em 2007 e 2009 na legislação societária brasileira, as que provocaram mudanças no registro contábil da subvenção e assistência governamental [SAG], pôde-se perceber elevado percentual de empresas (71,2%) que evidenciaram a SAG em seus demonstrativos financeiros.

As maiores evidenciações de SAG foram de subvenções recebidas na forma de incentivos fiscais. Cita-se, principalmente, a redução na parcela do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ).

Para o terceiro objetivo específico proposto, dos oito itens de evidenciação obrigatórios, tratados no CPC 07 (2008), item 43 – revisado no CPC 07 – R1 (2010), sobre subvenção e assistência governamental [SAG], verificou-se baixa preocupação por parte das organizações em apresentar as informações relativas às SAG recebidas, tendo em vista o baixo percentual de empresas de capital aberto que demonstraram tais informações, principalmente, no CPC 07 – R1 (2010). Os itens obrigatórios são somente três, e não mais oito, como tratados no CPC 07 (2008) – antes da revisão de 2010.

Em relação ao último objetivo específico, observou-se, além dos valores relativos à FINEP e à SAG recebidos pelas empresas, a representatividade desses valores em relação ao ativo total e ao patrimônio líquido. Em média, as empresas receberam 6,11% e 17,70% de SAG e de projetos das FINEP em relação ao ativo total. Essa representatividade é relativamente superior quando comparada com o patrimônio líquido das empresas. Ademais, observou-se que as empresas receberam até 69,7% e 532,0% de SAG e de projetos da FINEP em relação aos ativos totais e patrimônio líquido. Esses indicadores mostram a representação e relevância dessas cifras na estrutura patrimonial das empresas.

Pesquisas futuras poderão analisar os financiamentos realizados pelo FINEP, acessando os dados de prestação de contas das empresas beneficiadas junto com a Financiadora de Estudos e Projetos [FINEP], para que, assim, seja possível verificar a realização dos projetos elaborados e em quais locais os recursos de SAG foram efetivamente alocados.

REFERÊNCIAS

- Andrade, M. E. M. C. & Martins, V. A. (2009). Análise dos normativos de contabilidade internacional sobre contabilização de contratos de parcerias público – privadas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 1(11), 83-107.
- Barros, E. L., Souza, C. A., & Dalfior, V. A. O. (2015, outubro) Aplicação do CPC 07 (R1) – Subvenção e Assistência Governamentais em empresas da administração pública indireta do Estado de Minas Gerais. *Anais do Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 12.
- Benetti, K., Benetti, K., Utzig, M. J. S., Braun, M., & Oro, I. M. (2014). Evidenciação de subvenção e assistência governamentais das empresas na BM&FBOVESPA. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 2(1), 75-90.
- Chagas, M. J. R., Araujo, A. O., & Damascena, L. G. (2011). Evidenciação das subvenções e assistências governamentais recebidas pelas OSCIPs: Uma análise empírica nos estados da Paraíba e do Rio Grande do Norte. *Revista Ambiente Contábil*, 3(2), 100-115.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 07 (R1)*, de 05 de novembro de 2010. (2010). Subvenção e assistência governamentais. 2010. Aplicado na contabilização e na divulgação de subvenção governamental e na divulgação de outras formas de assistência governamental. Recuperado em 15 dezembro, 2016, de <http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 07*, de 03 de outubro de 2008. (2008). Subvenção e assistência governamental. 2008. Aplicado na contabilização e na divulgação de subvenção governamental e na divulgação de outras formas de assistência governamental. Recuperado em 4 dezembro, 2016, de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_07.pdf

- Comissão de Valores Mobiliários (2010). *Deliberação CVM nº 646, de 02 de dezembro de 2010*. (2010). Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 07 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de subvenção e assistência governamentais. Recuperado em 15 fevereiro, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli646.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (2010). *Deliberação CVM nº 555, de 12 de novembro de 2008*. (2008). Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 07 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de Subvenções e Assistências Governamentais. Recuperado em 10 fevereiro, 2017, em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0500/deli555.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários (2010). *Instrução CVM nº 469, de 02 de maio de 2008*. (2008). Dispõe sobre a aplicação da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera as Instruções CVM nº 247, de 27 de março de 1996 e 331, de 4 de abril de 2000. Recuperado em 10 fevereiro, 2017, de http://www.normaslegais.com.br/legislacao/instrucaocvm469_2008.htm
- Comissão de Valores Mobiliários (2010). *Instrução CVM nº 059, de 22 de dezembro de 1986*. (1986). Dispõe sobre a obrigatoriedade de elaboração e publicação da demonstração das mutações do patrimônio líquido pelas companhias abertas. Recuperado em 11 fevereiro, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/001/inst059.pdf>
- Conselho Federal de Contabilidade (CFC). *Resolução nº 1.143, de 21 de novembro de 2008*. (2008). Aprova a NBC T 19.4 - Subvenção e Assistência Governamentais. Recuperado em 28 dezembro, 2016, de http://www.normaslegais.com.br/legislacao/resolucaocfc1143_2008.htm
- Corder, S. & Salles-Filho, S. (2006). Aspectos conceituais do financiamento à inovação. *Revista Brasileira de Inovação*, 5(1), 33-76.
- Crispim, G. (2011). *Subvenção governamental sob a ótica do CPC 07: reconhecimento contábil após a Lei nº 11.638/2007 nas entidades privadas no Estado de Pernambuco*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil.
- Crisóstomo, V. L. (2009). Dificuldades das empresas brasileiras para financiar seus investimentos em capital físico e em inovação. *Revista de Economia Contemporânea*, 13(2), 259-280.
- Fonteneles, I. V., Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., & Ribeiro, M. S. (2014, setembro). Assistências Governamentais e *Disclosure* Socioambiental. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 38.
- Formigoni, H. (2008). *A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Gonçalves, R. S., Nascimento, G. G. do, Wilbert, M. D. (2016). Os efeitos da subvenção governamental frente à elisão fiscal e a geração de riqueza. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 15(45), 34-48.
- Hamburg, M. A. (2010). Innovation, Regulation, and the FDA. *New England Journal of Medicine*, 363(23), 2228-2232.

- Hendriksen, E. S. & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. (2010). *Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas.
- Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009*. (2009). Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; institui regime tributário de transição e dá outras providências. Recuperado em 20 janeiro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm
- Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. (2007). Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado em 19 janeiro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
- Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado em 15 janeiro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/Leis/L6404compilada.htm
- Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Recuperado em 11 outubro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm
- Loureiro, D. Q., Gallon, A. V., & De Luca, M. M. M. (2011). Subvenções e Assistências Governamentais (SAG): Evidenciação e Rentabilidade das Maiores Empresas Brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 34-54.
- Macaneiro, M. B. & Cherobim, A. P. M. (2009). O financiamento da inovação tecnológica por meio de programas governamentais de apoio às empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 8(2), 291-324.
- Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as sociedades* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Nogueira, E., Júnior, Jucá, M. N., & Macedo, M. A. S. (2010). O impacto da harmonização das práticas contábeis brasileiras às internacionais na relação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional. *Revista Contabilidade Vista & Revista*. 23(1), 47-74.
- Rodrigues, R., N., Silva, G. C., & Faustino, O. W. C. (2011). Subvenção e assistência governamental sob a ótica do CPC 07: reconhecimento contábil após a lei 11.638/2007 nas entidades privadas no Estado de Pernambuco. *Registro Contábil - RECONT*, 2(3), 35-45.
- Silva, R. G. L. & Costa, M. C. (2012). Tecnologia e política industrial na organização dos espaços de inovação. *Revista Economia & Tecnologia*, 8(1), 111-128.
- Taveira, J. H. P. S. (2009). *Conformidade do disclosure das subvenções governamentais nas empresas de capital aberto*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Brasil.

Diretrizes para Submissão de Artigos

A **Revista Catarinense da Ciência Contábil** é uma publicação quadrimestral do Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina, que tem por **missão**: divulgar a produção científica na área de Contabilidade, produzida por professores, pesquisadores, alunos e profissionais do Brasil e do exterior, selecionada com base na qualidade e na contribuição para o desenvolvimento e disseminação do conhecimento nesse campo. Trata-se de uma continuação da Revista CRCSC & Você, publicada pelo Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina desde 2001.

Os textos deverão abordar assuntos dentro das seguintes áreas: Teoria da Contabilidade, Controladoria, Contabilidade Financeira, Contabilidade Gerencial, Contabilidade Internacional, Análise das Demonstrações Contábeis, Finanças, Gestão de Riscos, Mercado de Capitais, Avaliação de Empresas, Instrumentos Financeiros, Governança Corporativa, Contabilidade Ambiental, Balanço Social, Ética, Atuária, Auditoria, Ensino e Aprendizagem, Gestão Estratégica de Custos, Logística, Contabilidade e Flutuações de Preços, Contabilidade Governamental, Organizações do Terceiro Setor, Sistemas de Informações Contábeis, Contabilometria, Contabilidade Rural e temas correlatos.

ESCOPO E POLÍTICA

- 1 Os artigos e trabalhos para divulgação são avaliados por pelo menos dois **Consultores ad hoc**, através do sistema *blind review*, e ainda, no mesmo sistema, são submetidos à apreciação do Editor Científico e/ou por membros do Conselho Editorial. Dessa forma, fica garantido o sistema de *double blind review*, não sendo conhecidos os autores dos trabalhos em nenhuma fase da avaliação.
- 2 Os trabalhos são analisados quanto ao escopo (inovação), a profundidade e a clareza das ideias apresentadas, bem como à acessibilidade aos leitores – professores, executivos, estudantes e estudiosos da Contabilidade de forma geral.
- 3 O artigo deve ser inédito, ou seja, não ter sido enviado para publicação por outro órgão editorial. No caso de ser trabalho já divulgado em Anais: indicar o nome do evento, local e data de realização.
- 4 As matérias são de total e exclusiva responsabilidade dos autores que cedem, previamente, os direitos autorais ao Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina.
- 5 A redação se reserva o direito de introduzir revisão gramatical nos originais, visando manter a qualidade da publicação, respeitando, porém, os estilos e opiniões dos autores.
- 6 As opiniões emitidas pelos autores do artigo são de sua exclusiva responsabilidade.
- 7 Os textos, em estilo claro e conciso, deverão estar redigidos em português. Os artigos de autores do exterior serão publicados em inglês, espanhol ou português, conforme o caso.

FORMA E PREPARAÇÃO DE ARTIGOS

Apresentação dos Trabalhos

A estrutura do trabalho deverá ser constituída na seguinte ordem:

- **Título do trabalho:** O título, acompanhado de sua tradução para o inglês, deve ser breve e suficientemente específico e descritivo.
- **Resumo:** Deverá ser incluído um resumo informativo com até 250 palavras, em um único parágrafo.
- **Palavras-chave:** Na língua do texto, com até cinco descritores mais conhecidos da área e, separados entre si por ponto e finalizadas também por ponto.
- **Abstract:** Versão do resumo na língua do texto, para o idioma inglês.
- **Keywords:** Até cinco descritores.
- **Introdução**
- **Desenvolvimento**
- **Conclusão**
- **Referências:** De acordo com a Norma da American Psychological Association (APA). Deverão ser relacionadas em ordem alfabética, no final do artigo, somente as citadas no texto.
- **Citações:** De acordo com a Norma da American Psychological Association (APA). Deverão ser indicadas, no texto, pelo sistema de chamada *'autor-data'*. Ex: Souza (2016).
- **Formato:** Não exceder a 15 páginas (no mínimo de 8), incluindo as Referências, digitadas em um software compatível para Microsoft Office 2000 ou superior para Windows, com as seguintes especificações:
 - a) **Fonte:** Arial, tamanho 11 (para textos) e de 9 (para tabelas, figuras e notas de rodapé);
 - b) **Espaçamento:** simples entre linhas;

- c) **Alinhamento:** justificado (para os parágrafos);
 - d) **Número de página:** no canto inferior direito;
 - e) **Margens:** direita e inferior = 2 cm; esquerda e superior = 2,5 cm;
 - f) **Tamanho do papel:** A4 (21,0 mm por 29,7 mm);
- **Tabela:** apenas este termo deve ser utilizado, no título, para dados quantitativos e/ou qualitativos apresentados em formato de linhas e colunas (**não utilizar o termo “quadro”**). As Tabelas devem ser enumeradas sequencialmente com título, explicitando o que está sendo representado. O título deve ser colocado acima da Tabela, conforme a norma da American Psychological Association (APA).
Exemplo:
Tabela 1
Teste de Normalidade de Distribuição dos Dados
 - **Figura:** apenas este termo deve ser utilizado no título para as imagens (não utilizar os termos “ilustração”, “gráfico”, “organograma” etc.). O título deve ser colocado na parte inferior (abaixo da imagem), precedido da palavra Figura, seguida de seu número de ordem de ocorrência no texto, em algarismos arábicos, conforme a norma da American Psychological Association (APA).
Exemplo: **Figura 1.** Processos inerentes à institucionalização.
 - **Siglas:** quando aparecem pela primeira vez no texto, a forma dos nomes precede as siglas, colocadas entre parênteses.
Exemplo: Universidade de São Paulo (USP).
 - As Tabelas, Figuras e Fórmulas devem permitir edição em software compatível com Microsoft Office 2000 ou superior para Windows.

ENVIO DE ARTIGOS

Os artigos devem ser submetidos na página da Revista em *Submissões Online* (<http://revista.crcsc.org.br>). No formulário de submissão deve constar um **breve currículo dos autores**, destacando o número do registro no CRC de origem e a Instituição a que está vinculado (como professor, discente ou como profissional da área contábil), bem como, **o endereço para correspondência** (incluindo número de telefone e e-mail). É obrigatório o preenchimento de todos os campos do formulário de submissão. As dúvidas sobre o processo de submissão podem ser esclarecidas por meio do e-mail da Revista (revista@crcsc.org.br).

Revista Catarinense da Ciência Contábil – Secretaria Editorial

Conselho Regional de Contabilidade de Santa Catarina
Av. Osvaldo Rodrigues Cabral, 1900
88.015-710 – Florianópolis – SC
Fone: 48 3027-7006