



## **Efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial na Relação entre Persistência dos Lucros e Custo da Dívida de Companhias Brasileiras**

**Lauren Dal Bem Venturini**

**Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)**

*E-mail: laurenventurini@hotmail.com*

**Leonardo Flach**

**Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)**

*E-mail: leonardo.flach@gmail.com*

### **Resumo**

Este estudo analisa o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, tanto individualmente quanto em combinação. Usando uma amostra de empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa, por meio da utilização de regressão de dados em painel com erros-padrão robustos (clusterização). A amostra foi composta por 217 companhias, cujos dados foram obtidos no banco de dados da Economatica®. Os resultados do estudo revelaram efeito interativo entre a divulgação de sustentabilidade empresarial e a persistência dos lucros, de modo a promover um menor custo da dívida. Isso demonstra que o índice ISE fortalece a relação entre persistência e custo da dívida, de modo que empresas com maior persistência e ações de sustentabilidade empresarial apresentam menor custo da dívida. Dessa forma, a pesquisa contribui para que as empresas pertencentes ao ISE busquem uma maior persistência dos lucros, tendo em vista os benefícios econômicos do fornecimento de informações contábeis de alta qualidade, especificamente menor custo da dívida. Além disso, evidencia-se que o mercado incorpora informações de sustentabilidade e qualidade dos lucros ao precificar dívidas financeiras.

**Palavras-chave:** Persistência dos Lucros; Custo da Dívida; Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

**Linha Temática:** Contabilidade financeira



## 1 Introdução

As empresas captam dívidas com o objetivo de financiar projetos de longo prazo e outros pagamentos importantes para manter seu funcionando. Não necessariamente o aumento da dívida é algo ruim ou significa que as ações da empresa vão cair. A organização pode apresentar resultado do exercício que sinaliza capacidade de dívidas contratáveis e de ter possibilidade de fazer cumprir os contratos diante dos credores (Ghouma et al., 2018).

A persistência dos lucros evidencia a capacidade de uma companhia gerar lucro, atrelada aos fluxos de caixa (Lunardi et al., 2019). Portanto, avaliar a persistência dos lucros é um instrumento capaz de medir a saúde financeira e o valor da empresa (Dechow & Dichev, 2002). Uma maior persistência dos lucros reflete uma maior qualidade dos lucros, pois resultados financeiros com tais propriedades são vistos pelos investidores como mais sustentáveis, mais permanentes e menos transitórios e, portanto, geralmente preferíveis (Dichev et al., 2013). Essa característica da persistência dos lucros pode ser vista positivamente também pelos credores.

Um lucro persistente tem melhor base de avaliação, em relação à possibilidade de erros na avaliação diante de lucro não persistente ou pouco persistente. A expectativa é que empresas de capital aberto mantenham constância de seus resultados, visando atrair investidores, pois isso reduz o risco derivado da previsão dos resultados (Arruda et al., 2015), e consequentemente pode facilitar a obtenção de financiamento com menores custos.

A qualidade da informação contábil pode afetar as decisões de preços dos credores (Le et al., 2021). Informações contábeis de alta qualidade ajudam os credores a avaliarem melhor os fluxos de caixa futuros de uma empresa; assim, mitigando informações assimétricas e divergências entre os diferentes detentores de dívidas (Li et al., 2021). Diante dos credores, os gerentes poderiam alterar os ganhos por duas razões principais: para encontrar o financiamento (dívida) apropriado para seus projetos (Kieschnik & Urcan, 2006) e/ou para respeitar as cláusulas do contrato de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994).

No âmbito de mercados desenvolvidos, estudos empíricos mostram que a qualidade das informações contábeis está associada a um custo mais alto da dívida (Francis et al., 2005; Vander Bauwhede et al., 2015). No entanto, Le et al. (2021) sinalizam que a informação contábil pode não ter a mesma influência nas decisões de preços dos credores em diferentes níveis de desenvolvimento do mercado de capitais e aplicação de regulamentações contábeis.

No contexto brasileiro, Nardi e Nakao (2009) não observaram o custo da dívida influenciando o gerenciamento de resultados, mas que há uma relação positiva, em que quanto maior o gerenciamento de resultados, maior o custo da dívida. Hong et al. (2019) buscam evidências de uma ligação entre a qualidade dos ganhos baseados em *accruals* e o custo de capital, examinando duas classes de ações negociadas nos mercados da China antes de 2001. Le et al. (2021) investigaram se a qualidade das informações contábeis (gerenciamento de resultados) influencia o custo da dívida usando um conjunto de dados de empresas vietnamitas listadas na bolsa de valores da cidade de Ho Chi Minh do período de 2012-2017.

Outra característica de uma companhia que é destacada na literatura com efeito no custo da dívida é o fato de ter ações direcionadas ao campo da sustentabilidade. Eliwa et al. (2021) descobrem que as instituições de crédito valorizam o desempenho e a divulgação ESG (Ambiental, Social e de Governança Corporativa, na sigla em inglês) e integram as informações ESG em suas decisões de crédito. De forma geral, as instituições de crédito incorporam as informações ESG em sua decisão de empréstimo para avaliar dois tipos de riscos impostos por essas empresas: de inadimplência e de reputação (Weber et al., 2010; Weber et al., 2014). Portanto, a integração de informações sobre as práticas ESG de uma empresa pode mitigar riscos,



reduzindo o custo da dívida cobrada dessa empresa pelas instituições de crédito.

Adicionalmente, empresas com foco no desempenho de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) são menos propensas a se envolver em gerenciamento de resultados, reportando ao mercado informações financeiras mais transparentes e confiáveis (Kim et al., 2012) e possuem melhor desempenho financeiro e de mercado e menor custo de capital (Dhaliwal *et al.*, 2011; Ghoul *et al.*, 2011; Goss & Roberts, 2011; Ng & Rezaee, 2015). Ainda, se a empresa está em estágio inicial nas práticas RSC, o lucro pode viabilizar ações de RSC, ao passo que essas podem contribuir com os lucros futuros (Degenhart et al., 2017).

Dessa forma, a característica de lucros persistentes e de ser uma companhia com práticas socialmente responsáveis tende a sinalizar previsibilidade de lucros futuros e, por consequência maior capacidade de pagamento aos credores, o que pode afetar o custo da dívida. Le et al. (2021) destacaram necessidade de mais estudos relacionados ao tema de qualidade dos lucros e custo da dívida em mercados emergentes, considerando outras medidas de qualidade da informação contábil, como a persistência dos lucros. Eliwa et al. (2021) destacam que o impacto ESG sobre o custo da dívida na academia ainda é uma questão controversa. Neste contexto, este estudo analisa o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, tanto individualmente quanto em combinação, nas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018.

Uma vez que o custo da dívida está relacionado à eficiência da infraestrutura de contratação de dívida (Gassen & Fülbier, 2015), acredita-se que a tendência de persistência dos lucros em empresas pertencentes ao ISE esteja negativamente relacionada ao custo da dívida. Ou seja, com base na teoria da sinalização, parece razoável supor que a gestão da empresa realiza ações de RSC para se diferenciar de outras empresas sem RSC e, isso tende a induzir um desempenho superior (Ng & Rezaee, 2015) de seus resultados aos credores. Além disso, o ISE é um índice gerido pela B3 e que indica o desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial (ISE B3, 2021). Logo, isso tende a sinalizar segurança aos fornecedores de capital sem eles terem que averiguar quais são essas ações.

Sendo assim, o estudo se faz relevante devido prosseguir Le et al. (2021) ao analisar outra *proxy* de qualidade dos ganhos em mercados emergentes e por agregar outro aspecto que pode interferir na relação custo do capital e qualidade da informação, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), sendo evidenciada pelo fato da companhia brasileira ser integrante do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Logo, avança no contexto brasileiro tendo em vista Nardi e Nakao (2009) sugerirem que pesquisas futuras explorem outras metodologias nas relações entre as variáveis custo da dívida e qualidade da informação contábil. Também, o mercado brasileiro é proeminente de verificação, devido à carteira ISE reunir R\$ 1,8 trilhão em valor de mercado, o equivalente a 38% do total do valor das empresas com ações negociadas na B3 (ISE B3, 2021).

O artigo contribui com a literatura que investiga o impacto da informação contábil sobre o custo da dívida considerando o contexto de um mercado emergente, e por incluir novos aspectos que podem estar associados ao custo da dívida, persistência e responsabilidade social corporativa. No âmbito social, possibilita que gestores compreendam se o envolvimento em práticas de sustentabilidade provocam maior persistência dos lucros e essa combinação em menor custo das dívidas. Isso implica constatar se os detentores de títulos valorizam ações socialmente responsáveis (em termos de ser pertencente a um índice de sustentabilidade empresarial, pois isso indica boas práticas empresariais, o que pode mitigar problemas de agência) e também estão particularmente preocupados com a qualidade da divulgação dos resultados empresariais, a qual





tende a reduzir a assimetria de informações.

## 2 Persistência dos Lucros, Custo da Dívida e Índice de Sustentabilidade Empresarial

A avaliação do risco de inadimplência (risco de não pagamento) é fundamental no processo de concessão de crédito (Vander Bauwhede et al., 2015). Este julgamento pode estar aliado ao diagnóstico da qualidade da informação contábil. Estudos anteriores documentam que as informações contábeis ajudam credores a coordenar seus interesses e, aumentar a compreensão da solvência da empresa, até mesmo de elevar a probabilidade de resultados eficientes de renegociação de dívidas (Li et al., 2021). Porém, os achados empíricos foram mistos, até mesmo no que se refere ao mercado em que a companhia está listada, desenvolvido ou não.

Francis et al. (2005) observaram que entidades com menor (maior) qualidade nos *accruals* no ambiente americano apresentavam maior (menor) custo ao endividamento com terceiros e menores (maiores) *ratings* quanto ao risco de insolvência. Vander Bauwhede et al. (2015) averiguaram que a qualidade das demonstrações financeiras está negativamente relacionada ao custo efetivo dos juros das pequenas e médias empresas belgas.

Nardi & Nakao (2009) utilizaram o gerenciamento por *accruals* e identificaram nas empresas brasileiras de capital aberto uma relação positiva entre custo da dívida e o gerenciamento de resultados, ou seja, quanto maior (menor) o gerenciamento de resultados, maior (menor) seria o custo da dívida. Hong et al. (2019) evidenciam que a qualidade dos *accruals* afeta o custo de capital, examinando duas classes de ações negociadas nos mercados da China antes de 2001. Le et al. (2021) demonstram que os *accruals* tem uma relação negativa e significativa com o custo da dívida de empresas vietnamitas listadas na bolsa de valores da cidade de Ho Chi Minh.

Ghouma (2017) destaca que os baixos níveis de oportunismo gerencial resultam em empresas com custos mais baixos de títulos corporativos e classificações de crédito mais altas. Esse comportamento oportunista dos administradores da empresa pode ser relacionado a atitudes que não refletem em elevação do valor da companhia. Por outro lado, empresas com maior qualidade contábil têm estruturas de dívida menos concentradas, permitindo o uso simultâneo de diferentes tipos de dívida ao mesmo tempo (por exemplo, empréstimos, títulos, papel comercial) em vez de se enfoque em algum tipo (Li et al., 2021).

Empresas maiores e mais geradoras de caixa são vistas como tendo menos risco financeiro e, portanto, tendem a demonstrar uma relação inversa com o custo da dívida (Vander Bauwhede et al., 2015). Dessa forma, um lucro persistente possibilita a previsão de lucros futuros com maior acurácia pelos usuários da informação, pois se mostram mais sustentáveis e previsíveis (Dechow & Dichev, 2000; Dichev et al., 2013).

Le et al. (2021) ressalta que a qualidade da informação contábil, a qual inclui a persistência dos lucros, pode afetar as decisões de preço dos credores. Isso ocorre, pois dados financeiros de alta qualidade ajudam os credores a avaliarem melhor os fluxos de caixa futuros de uma empresa e, por consequência reduz a assimetria informacional (Li et al., 2021). Por outro lado, perante os credores, os gerentes poderiam alterar os ganhos por duas razões principais: para encontrar o financiamento (dívida) apropriado para seus projetos (Kieschnik & Urcan, 2006) e/ou para respeitar as cláusulas do contrato de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994). Sendo assim, as evidências teóricas sugerem a investigação de que a persistência dos lucros sinaliza aos credores um sinal positivo, levando a pressupor que:

$H_1$ : companhias com persistência de ganhos possuem um custo de dívida mais baixo.

Ainda, na busca de atingir a sustentabilidade financeira, uma empresa deve procurar



ampliar seu foco para maximizar além do lucro dos acionistas de curto prazo, contemplando também o impacto de suas operações sobre os benefícios de todas as partes interessadas, incluindo a comunidade, a sociedade e o meio ambiente (Ng & Rezaee, 2015). Neste sentido, Dhaliwal et al. (2011) descobriram que as empresas que iniciam em programas de divulgação de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) geralmente apresentam reduções em seu custo de capital próprio e aumento na cobertura de analistas no ano seguinte. Ghouli et al. (2011) detectam que as empresas com alta pontuação em RSC exibem baixo custo de capital próprio.

Eliwa et al. (2021) descobrem que as instituições de crédito valorizam o desempenho e a divulgação ESG e integram as informações ESG (Ambiental, Social e de Governança Corporativa, na sigla em inglês) em suas decisões de crédito - empresas com desempenho ESG mais forte têm um custo de dívida menor e a divulgação ESG tem o mesmo impacto que o desempenho ESG sobre o custo da dívida. Outras evidências empíricas reforçam o fato das instituições de crédito incluir as informações RSC das empresas em sua decisão de empréstimo para avaliar dois tipos de riscos impostos por essas empresas: de inadimplência e de reputação (Weber et al., 2010; Weber et al., 2014). Portanto, a integração de informações sobre as práticas ESG de uma empresa pode mitigar esses riscos, reduzindo o custo da dívida cobrada dessa empresa pelas instituições de crédito (Eliwa et al., 2021).

No Brasil, desde 2005 as práticas de ações corporativas, são caracterizadas pela divulgação anual do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE) (Teixeira et al., 2011). Trata-se de uma carteira formada por ações de empresas com genuíno comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial e, também, por atuar como promotora das boas práticas no meio empresarial brasileiro (ISE B3, 2021).

Freitas et al. (2019) destacam que as empresas participantes do ISE possuem maior capacidade de honrar seus compromissos com ou sem dependência de seu estoque, bem como maior registro de dívidas a curto prazo e maior rentabilidade. Isso pode sinalizar viabilidade aos agentes de crédito para fornecerem recursos com um menor custo. Portanto, a integração de informações sobre as práticas ESG de uma empresa pode mitigar riscos, dentre eles de reduzir o custo da dívida cobrada dessa empresa pelas instituições de crédito. Isso leva a crer que:

H<sub>2</sub>: companhias com iniciativas ISE possuem um custo de dívida mais baixo.

Ashforth e Gibbs (1990) identificam duas abordagens que as empresas seguem em relação à divulgação social e ambiental: i) substantiva, na qual a divulgação social e ambiental reflete as mudanças reais nas atividades das empresas; ii) simbólica, que envolve a representação do comportamento das empresas para mostrar que são consistentes com as normas sociais, enquanto seu desempenho e políticas reais pode não mudar. Esse segundo enfoque é usado principalmente para convencer os principais interessados, incluindo as instituições de crédito, que as empresas estão comprometidas com as expectativas da sociedade (Eliwa et al., 2021).

Dessa forma, supondo que o ISE seja eficiente para promover o oportunismo dos gestores em manter o resultado persistente, a ideia central é que isso gere um efeito de menor custo da dívida. Dessa forma, emerge a terceira hipótese de pesquisa.

H<sub>3</sub>: o ISE modera a relação entre persistência de ganhos e custo de dívida, de modo a reduzir esse custo.

### 3 Procedimentos Metodológicos

A amostra é formada por 217 empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018. Esse período é analisado tendo em vista ser pós-adoção da IFRS e





sem contemplar 2020, ano no qual pode ser impactado pelos reflexos da pandemia (crise) da Covid-19. Salienta-se que, foi considerado o ano de 2019 apenas para a variável dependente (COD) que é mensurada em  $t+1$  (Tabela 1). A análise de 2019 para toda a amostra implicaria incluir dados de 2020 para a variável dependente.

Não foram consideradas as empresas do setor financeiro devido elas possuírem estrutura patrimonial própria e para que a amostra seja composta de companhias que tenham incentivos de capitais aproximadamente comparáveis (Gassen & Fülbier, 2015; Le et al., 2021). Os dados necessários à apuração das variáveis dependentes e independentes foram obtidos no banco de dados da Economatica®. Na Tabela 1 constam as variáveis do estudo – descrição, sigla, métrica, sinal esperado e suporte teórico.

Tabela 1  
**Variáveis da pesquisa**

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal esperado	Suporte teórico
<b>VARIÁVEL DEPENDENTE</b>				
Custo da dívida	COD	Despesa de juros do ano $t + 1$ dividido pelo valor médio de dívida financeira ao longo do ano $t + 1$ , ou seja, 1 ano à frente evidencia o custo efetivo de juros	NA	Le et al. (2021)
<b>VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE</b>				
Persistência dos lucros	PER	Conforme a Equação 1	-	Dechow & Schrand (2004)
<b>VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE</b>				
Tamanho da companhia	TAM	Logaritmo natural dos ativos totais	-	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Alavancagem	ALA	Razão entre as dívidas totais e os ativos totais no final do ano $t$	+	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Cobertura de juros	COJ	Razão entre o lucro operacional e as despesas com juros do ano $t$	-	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Retorno sobre o ativo	ROA	Retorno sobre os ativos, calculado como o lucro líquido após os impostos dividido pelo ativo total médio	-	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Performance do fluxo de caixa	PFC	Fluxos de caixa das operações divididos pelo ativo total médio	-	Le et al. (2021)
Índice de Sustentabilidade Empresarial	ISE	Percentual do índice ISE constante no banco de dados da Economatica®	-	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Sector	SET	<i>Dummies</i> para o setor	+/-	Le et al. (2021)

Para determinar o nível de persistência dos lucros das empresas utilizou-se o modelo de Dechow e Schrand (2004), conforme a Equação 1.

$$X_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$X_{it+1}$  = valor da variável (lucro ou fluxo de caixa) na empresa  $i$  do ano  $t + 1$ ;

$X_{it}$  = valor da variável (lucro ou fluxo de caixa) na empresa  $i$  do ano  $t$ ;

$\varepsilon_{it}$  = erro da regressão.

Segundo Lunardi et al. (2019), as variáveis da Equação 1 foram ponderadas pelo ativo





total no início do período. Isso é realizado visando controle de extremas diferenças de tamanho entre as empresas da amostra. Quanto a variável analisada na Equação 1 optou-se pelo EBIT, pois é um indicador que deduz os investimentos necessários a reposição do ativo, o que pode representar valores mais úteis ao fluxo de caixa futuro, em um contexto de capacidade de pagamento da empresa de dívidas com agentes de crédito. A investigação da persistência dos lucros contábeis foi por meio do coeficiente  $\alpha_1$  estimado na Equação 1.

Calculou-se a persistência dos lucros com base em séries de dados temporais específicas da empresa, exigindo pelo menos cinco observações anuais para cada empresa. Isso implica que se obteve apenas uma observação de persistência por empresa na amostra e que os testes principais serão de natureza transversal, assumindo que o comportamento de persistência, bem como seus incentivos, é relativamente estável no período avaliado.

Para analisar o efeito da persistência dos lucros no custo da dívida moderado pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), operacionalizou-se o modelo da Equação 2.

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1 PER_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ALA_{it} + \beta_4 COJ_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 PFC_{it} + \beta_7 ISE_{it} + \beta_8 ISE_{it} * PER_{it} + \beta_9 SET_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Com base em Lunardi et al. (2019), o tamanho da empresa (TAM) é incluído, pois empresas maiores são consideradas como tendo menos risco financeiro, portanto, é esperada uma relação negativa com o custo da dívida. Em segundo lugar, a alavancagem (ALA) está incluída, uma vez que uma alavancagem mais elevada está frequentemente associada a um risco financeiro mais elevado. O sinal esperado do coeficiente de alavancagem é positivo. Em terceiro lugar, a cobertura de juros (COJ) significa a capacidade de uma empresa de pagar os custos dos juros, portanto, um coeficiente negativo é assumido. Em quarto lugar, o índice ISE representa empresas pertencentes à carteira do ISE, as quais devem ter menor risco, o que implica redução do custo de capital. Por fim, a capacidade de uma empresa para ganhar lucros (ROA) e gerar fluxos de caixa (PFC) reduz o risco financeiro e melhora a capacidade de pagar dívidas, portanto, é esperado um coeficiente negativo nesses dois. Também se incluíram *dummies* do setor para controlar os efeitos fixos do mesmo, bem como dos anos de análise.

Na equação 2, o termo de interação entre ISE e a qualidade da informação contábil (PER) evidencia o efeito moderador do ISE na qualidade da informação contábil, visando menor custo da dívida. Portanto, se o coeficiente ( $\beta_9$ ) for significativo, a inclinação entre a RSC e o custo de capital variará entre empresas com alto e baixo índice de persistência.

Consistente com estudos anteriores, todas as variáveis contínuas foram winsorizadas no 1º e 99º percentis, para reduzir o impacto dos *outliers* (Le et al., 2021). Empregaram-se os seguintes testes para especificação do modelo: Breusch-Pagan (*pooling* versus efeito aleatório – p-valor: 0,0024), Chow (*pooling* versus efeito fixo – p-valor: 0,0000) e Hausman (efeito fixo versus efeito aleatório – p-valor: 1,0000), sendo a estimação por efeitos aleatórios o parâmetro mais consistente para este estudo.

A fim de validar o modelo utilizado e consequentemente os resultados, foram realizados testes como: heterocedasticidade de White (p-valor: 0,4457), de autocorrelação de Wooldridge (prob > F: 0,0000) e de multicolinearidade (VIF: 94,18). Com isso, para corrigir a autocorrelação e a multicolinearidade, procedeu-se à análise por meio de erros-padrão robustos (clusterização).

Os dados foram interpretados de modo descritivo-argumentativo, e analisados por meio de estatísticas descritivas, correlação das variáveis (matriz de *Spearman*), regressões múltipla em painel não balanceado. No que tange as regressões, inicialmente verifica-se o efeito da



persistência no custo da dívida (H1), seguido da avaliação do ISE no custo da dívida (H2) e, por fim, apresenta-se a análise do efeito moderador do ISE na relação entre persistência dos resultados e custo da dívida (H3).

#### 4 Análise e Discussão dos Resultados

Na Tabela 2 consta a estatística descritiva dos dados da amostra.

Tabela 2

##### Estatística descritiva da amostra de 2011 a 2018

Variável	Média	Desvio Padrão	Mín.	p25	Mediana	p75	Máx.
COD	0,3519	0,7086	0,0187	0,1165	0,1771	0,3033	5,7025
PER	-0,0002	0,0020	-0,0137	0,0000	0,0000	0,0001	0,0043
TAM	14,7723	1,8087	9,8519	13,5973	14,8783	15,9899	19,0152
ALA	0,3386	0,2331	0,0023	0,1806	0,3163	0,4394	1,5216
COJ	1,3188	4,6995	-12,9209	-0,1976	0,5483	1,8626	30,9546
ROA	0,0049	0,1344	-0,7384	-0,0172	0,0280	0,0698	0,2383
PFC	0,0619	0,0794	-0,1822	0,0159	0,0600	0,1073	0,2971
ISED	0,1106	0,3137	0	0	0	0	1

A Tabela 2 destaca um custo da dívida na amostra heterogêneo, pois a média é de 0,3519 com os limites inferiores e superiores de respectivamente, 0,0187 e 5,7025 e desvio padrão de 0,7086. Por sua vez, a persistência apresenta comportamento simétrico, e 11,06% da amostra fazem parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial da bolsa brasileira. As empresas da amostra não são lucrativas, com ROA mediano de 28% e têm estrutura financeira saudável, com alavancagem mediana de 31,639% e cobertura de juros mediana de 54,83%.

Devido os dados não apresentar normalidade, a Tabela 3 fornece a matriz de correlação de *Spearman* entre as variáveis incluídas na regressão do custo da dívida.

Tabela 3

##### Matriz de Correlação

	COD	PER	TAM	ALA	COJ	ROA	PFC	ISEP
<b>COD</b>	1							
<b>PER</b>	-0,1810	1						
<b>TAM</b>	0,1639	-0,4323	1					
<b>ALA</b>	-0,1129	0,1402	-0,0901	1				
<b>COJ</b>	-0,3029	0,2382	-0,3778	-0,3975	1			
<b>ROA</b>	-0,0493	0,2563	-0,3940	-0,1209	0,7764	1		
<b>PFC</b>	0,1881	-0,0058	-0,2198	-0,0317	0,3085	0,5563	1	
<b>ISEP</b>	0,0708	-0,0677	0,2747	0,0305	0,0101	0,1379	0,1771	1

Identifica-se na Tabela 3 que o custo da dívida tem uma correlação negativa com a persistência dos lucros. Isso está em linha com a expectativa de que o custo da dívida tenha uma relação negativa com lucros persistentes. O custo da dívida também tem uma correlação negativa com a cobertura de juros, o ROA e a alavancagem. Todas as variáveis foram incluídas na regressão do custo da dívida, pois as correlações não são altas (menos de 0,7).

Na Tabela 4 evidenciam-se os resultados da relação entre persistência e custo da dívida.





Tabela 4

**Regressão da persistência dos lucros e custo da dívida**

COD	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
_cons		1,5880	0,3335	4,7600	0,0000	0,9344	2,2416
PER	-	-37,5503	22,6931	-1,6500	0,0980	-82,0280	6,9273
TAM	-	-0,0783	0,0235	-3,3300	0,0010	-0,1243	-0,0323
ALA	+	-0,8028	0,1649	-4,8700	0,0000	-1,1260	-0,4795
COJ	-	0,0009	0,0062	0,1400	0,8850	-0,0112	0,0130
ROA	-	-0,2928	0,2243	-1,3100	0,1920	-0,7324	0,1468
PFC	-	0,0651	0,3567	0,1800	0,8550	-0,6339	0,7641
Número de observações				1.646			
Número de empresas				217			
R-quadrado				27,89			
R-quadrado ajustado				21,47			
Breusch-Pagan ( <i>Pooling</i> /RE)				0,0024			
Chow ( <i>Pooling</i> /FE)				0,0000			
Hausman (RE/FE)				1,0000			
Controle de setor				Sim			
Controle de ano				Sim			

**Nota.** SE = Sinal Esperado.

Com base na Tabela 4, verifica-se que a persistência, assim como esperado, apresenta relação significativa e negativa ao custo da dívida. Isso evidencia que lucros contábeis mais persistentes, ou seja, maior qualidade da informação contábil reportada auxilia a minimizar o custo da dívida. Dessa forma, lucros persistentes contribuem para que os credores avaliem os fluxos de caixa futuros de uma empresa e, assim, mitiguem informações assimétricas (Li et al., 2021). Sendo assim, não é possível rejeitar H1 – companhias com persistência de ganhos possuem um custo de dívida mais baixo. Esse resultado está de acordo com estudos anteriores, como Francis et al. (2005), Le et al. (2021) e Vander Bauwhede et al. (2015).

Ainda, esse achado corrobora a literatura que sinaliza os usuários da informação contábil, especificamente os credores, valorizando informações contábeis de maior qualidade, ou seja, lucros mais persistentes (Le et al., 2021; Li et al., 2021). Dessa maneira, dados contábeis de qualidade possibilitam redução da assimetria da informação, de modo que credores avaliem a empresa e compreendam a sua capacidade de solvência (Li et al., 2021).

Em relação às variáveis de controle, o tamanho da empresa em termos de ativos totais e alavancagem está significativamente e negativamente correlacionado com o custo da dívida (COD), mas a alavancagem denota ter o impacto mais significativo na variável dependente. Isso sinaliza que empresas maiores podem tomar empréstimos a um custo de juros mais baixo (Francis et al., 2005; Le et al., 2021). Embora o coeficiente negativo sobre a alavancagem não seja consistente com a expectativa geral, ele está de acordo com outras pesquisas anteriores, como Francis et al. (2005) e Vander Bauwhede et al. (2015). Uma possível explicação seria que as empresas tendem a captar empréstimos a uma taxa de juros mais baixa e, em consequência, tendem a emprestar mais, especialmente as maiores. Além disso, em termos econométricos, uma possível razão é a correlação negativa entre a alavancagem e a cobertura de juros (-0,3975 na Tabela 4), o que também pode afetar a estimativa do coeficiente de alavancagem.

Quanto às outras variáveis de controle, cobertura de juros, ROA e capacidade de gerar fluxos de caixa (PFC) não tem associação significativa com o custo da dívida. Talvez isso esteja relacionado ao fato de que, em média, as empresas apresentam persistência dos lucros negativa, ou



seja, podem ter resultados negativos, o que implica baixa perspectiva de lucros futuros.

A Tabela 5 ilustra os resultados da relação direta entre ISE e custo da dívida.

Tabela 5

**Regressão ISE e custo da dívida**

COD	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
_cons		0,1926	0,2626	0,7300	0,4630	-0,3221	0,7073
TAM	-	0,0014	0,0150	0,0900	0,9270	-0,0281	0,0309
ALA	+	-0,3262	0,1280	-2,5500	0,0110	-0,5770	-0,0754
COJ	-	-0,0029	0,0018	-1,5700	0,1150	-0,0065	0,0007
ROA	-	-0,3450	0,2647	-1,3000	0,1920	-0,8638	0,1737
PFC	-	0,4211	0,1961	2,1500	0,0320	0,0368	0,8054
ISEP	-	0,0001	0,0000	2,9500	0,0030	0,0000	0,0001
Número de observações				189			
Número de empresas				34			
R-quadrado				56,89			
R-quadrado ajustado				43,29			
Breusch-Pagan ( <i>Pooling</i> /RE)				0,0024			
Chow ( <i>Pooling</i> /FE)				0,0000			
Hausman (RE/FE)				1,0000			
Controle de setor				Sim			
Controle de ano				Sim			

**Nota.** SE = Sinal Esperado.

Na análise do ISE no custo da dívida, verifica-se, conforme Tabela 5, que há um efeito positivo e significativo no custo. Há literatura que ressalta que a divulgação de práticas socioambientais é mais provável de ser entendida como uma abordagem simbólica no mercado, visando gerenciar a imagem corporativa, em vez de uma melhoria substancial na responsabilidade (Eliwa et al., 2021). Com base nisso, as empresas com baixo desempenho ISE tentam aumentar sua divulgação para compensar a abordagem simbólica. Esse resultado leva a rejeitar H2 – companhias com iniciativas ISE possuem um custo de dívida mais baixo.

Outro aspecto que pode induzir a percepção de as práticas ESG não ser um fator determinante de menor custo da dívida, é a ausência de regulamentação sobre as divulgações ESG. Sem regramento, os gerentes podem perceber o ESG como uma oportunidade de manipular deliberadamente sua divulgação de práticas socioambientais para sinalizar alto comprometimento ESG quando seu desempenho ESG é realmente ruim (abordagem simbólica) (Eliwa et al., 2021).

Também se observa a alavancagem e a capacidade de gerar fluxos de caixa (PFC) com sinais distintos do esperado. Portanto, o fato de pertencer ao ISE pode não reduzir a percepção dos credores do risco financeiro e sinalizar capacidade de pagar dívidas. Eliwa et al. (2021) destaca que seria importante as instituições de crédito exigirem mais informações ESG, tendo em vista o papel que aqueles agentes possuem, poderiam motivar as empresas a fortalecer seu desempenho e divulgação ESG, o que seria benéfico para outros grupos e partes interessadas.

Os dados da Tabela 6 permitem averiguar o efeito moderador do ISE na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida.



Tabela 6

**Regressão do efeito do ISE na relação entre persistência e custo da dívida**

COD	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
_cons		0,1692	0,2657	0,6400	0,5240	-0,3516	0,6900
PER	-	27,3167	36,3792	0,7500	0,4530	-43,9852	98,6186
TAM	-	0,0022	0,0150	0,1500	0,8840	-0,0271	0,0315
ALA	+	-0,3358	0,1316	-2,5500	0,0110	-0,5937	-0,0779
COJ	-	-0,0026	0,0018	-1,4500	0,1470	-0,0061	0,0009
ROA	-	-0,3461	0,2664	-1,3000	0,1940	-0,8682	0,1760
PFC	-	0,4231	0,1954	2,1700	0,0300	0,0401	0,8061
ISEP	-	0,0007	0,0003	2,5600	0,0100	0,0002	0,0013
IsePer		-75,4148	34,9209	-2,1600	0,0310	-143,8584	-6,9711
Número de observações				189			
Número de empresas				34			
R-quadrado				57,50			
R-quadrado ajustado				43,61			
Breusch-Pagan ( <i>Pooling</i> /RE)				0,0024			
Chow ( <i>Pooling</i> /FE)				0,0000			
Hausman (RE/FE)				1,0000			
Controle de setor				Sim			
Controle de ano				Sim			

**Nota.** SE = Sinal Esperado.

Em análise a Tabela 6, pode-se compreender que a integração de informações sobre as práticas ESG de uma empresa juntamente com a persistência dos resultados pode reduzir o custo da dívida cobrada da empresa pelas instituições de crédito. Com base nos resultados das Tabelas 5 e 6, parece razoável supor que as instituições de crédito não mensuram o risco da empresa simplesmente pelo fato dela adotar práticas socialmente responsáveis e ser reconhecida por isso em um índice. O que ocorre é uma análise conjunta, de modo que o custo da dívida mostra-se relacionado à eficiência da infraestrutura de contratação de dívida (Gassen & Fülbier, 2015), ou seja, a capacidade de pagamento. Dessa forma, não é possível rejeitar H3 – o ISE modera a relação entre persistência de ganhos e custo de dívida, de modo a reduzir esse custo.

Eliwa et al. (2021) ressalva que as instituições de crédito podem ser percebidas pela sociedade como facilitadoras de práticas ESG negativas, resultando em reações adversas das partes interessadas a essas instituições de crédito. Esses riscos representam incentivos para que as instituições de crédito integrem as informações ESG em seu processo de avaliação de solvência, mas não limitem a sua análise a este aspecto.

Degenhart et al. (2017) salientam que uma empresa em fase inicial nas práticas RSC, a existência de lucro pode viabilizar ações de RSC, de modo que essas práticas podem contribuir com os lucros futuros. Isso pode ser avaliado pelos agentes de crédito, corroborando entendimento de que a evidência de que a companhia está adotando práticas de RSC não é o suficiente para oferecer uma dívida a um menor custo, pois carece de compreensão também se a empresa poderá saldar o compromisso financeiro adquirido, ou seja, previsibilidade de lucros futuros por meio da análise da persistência do resultado.

Sendo assim, parece razoável inferir que, com base na teoria da sinalização, a gestão da empresa realiza ações de RSC para se diferenciar de outras empresas sem RSC e, isso tende a induzir que a mesma também mantenha persistência dos seus resultados, o que implica em percepção positiva aos credores, mais especificamente em menor custo da dívida.





## 5 Considerações Finais

O estudo analisou o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, tanto individualmente quanto em combinação, nas empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018. A amostra foi formada por 217 companhias não financeiras cujos dados foram obtidos no banco de dados da Economatica®. Realizou-se pesquisa descritiva, documental e com abordagem quantitativa por meio da utilização de regressão de dados em painel com erros-padrão robustos (clusterização).

Os achados da pesquisa revelaram associação da persistência dos lucros no custo da dívida. Isso denota que os credores prestigiam lucros mais permanentes e menos transitórios. Ainda, observou-se efeito moderador do ISE na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, implicando menor custo da dívida. Isso demonstra que o índice ISE fortalece a relação entre persistência e custo da dívida, de modo que empresas com maior persistência e ações de sustentabilidade empresarial apresentam menor custo da dívida. Além disso, sinaliza que o mercado incorpora informações de sustentabilidade ao precificar o risco (Ng & Rezaee, 2015).

Esses resultados são consistentes com a noção de que a divulgação ESG pode ser usada pelas empresas para melhorar sua reputação e conseguir os benefícios associados à divulgação, dentre eles de menor custo financeiro na captação de financiamentos, desde que busquem também apresentar persistência de seus resultados financeiros. Essa descoberta sugere que os credores exigem taxas de juros mais altas para empresas que não possuem persistência de seus resultados (qualidade na informação contábil reportada) e não são listadas no ISE. Logo, companhias com maior persistência dos resultados e adotantes de práticas socioambientais tendem apresentar menor custo da dívida.

Assim, constata-se que os detentores de títulos valorizam ações socialmente responsáveis (em termos de ser pertencente a um índice de sustentabilidade empresarial, pois isso indica boas práticas empresariais, o que pode mitigar problemas de agência) e também estão simultaneamente preocupados com a qualidade da divulgação dos resultados empresariais, a qual tende a reduzir a assimetria de informações. Portanto, a integração de informações sobre as práticas ESG e a qualidade dos resultados de uma empresa pode mitigar os riscos de inadimplência, reduzindo o custo da dívida cobrada pelas instituições de crédito.

Este estudo amplia a literatura existente ao investigar o efeito moderador do Índice de Sustentabilidade na relação entre a persistência dos resultados e o custo da dívida. Adicionalmente, avança a literatura anterior sobre o impacto da qualidade da informação contábil no custo da dívida em um mercado emergente, tendo em vista prosseguir Le et al. (2021) ao analisar outra *proxy* de qualidade dos ganhos e por agregar outro aspecto que pode interferir na relação custo do capital e qualidade da informação, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), sendo evidenciada pelo fato da companhia brasileira ser integrante do Índice de Sustentabilidade Empresarial.

No âmbito social, evidenciam-se as empresas sobre os benefícios econômicos de fornecer relatórios financeiros de alta qualidade, bem como de desenvolver ações para existência de lucros persistentes, especialmente se for uma empresa adotante de práticas de sustentabilidade empresarial. Portanto, reforça que vale a pena os gestores se dedicarem para garantir a qualidade da informação contábil, por exemplo, cumprindo rigorosamente as normas contábeis ao apresentar e divulgar informações verdadeiras e justas. Além do mais, denota aos reguladores que os credores também prestigiam dados financeiros de qualidade, especialmente quando a empresa divulga práticas socioambientais.

Pesquisas futuras podem avaliar o efeito moderador da responsabilidade social na relação



entre persistência dos lucros e custo da dívida em mercados desenvolvidos, tendo em vista os resultados mistos que são observados em estudos anteriores do efeito da qualidade da informação contábil no custo da dívida e de práticas ESG no custo da dívida.

## Referências

- Arruda, M. P., Vieira, C. A. M., Paulo, E., & Lucena, W. G. L. (2015). Análise do conservadorismo e persistência dos resultados contábeis das instituições financeiras brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10( 2), 23-35.
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization science*, 1(2), 177-194.
- Dhaliwal, D., Li, O., & Tsang, Y. A. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86, 59-100.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77 (4), 35-59.
- Dechow, P. M. & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. Charlottesville (Virginia): CFA Institute.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33.
- DeFond, M., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 145-176. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). Relevância das Informações Contábeis e a Responsabilidade Social Corporativa de Empresas Brasileiras. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 14(3), 157-168.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Freitas, T. R. de, Melo, N. das C., Oliveira, J. de S., & Castro, W. A. (2019). Profitability Of Companies Listed On The Portfolio ISE – Business Sustainability Index Of B3 – Brazil Balcony Bag. *Research, Society and Development*, 8(8), e08881178. <https://doi.org/10.33448/rsd-v8i8.1178>



- Gassen, J., & Fülbier, R. U. (2015). Do Creditors Prefer Smooth Earnings? Evidence from European Private Firms. *Journal of International Accounting Research*, 14 (2), 151-180. <https://doi.org/10.2308/jiar-51130>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35, 2288-2406.
- Goss, A., & Roberts, G. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1794-1810.
- Hong, P. K., Ma, T., & Zhang, G. (2019). Accruals Quality and Cost of Capital: Evidence from the Chinese Stock Market. *Journal of International Accounting Research*, 18(1), 71-95. <https://doi.org/10.2308/jiar-52216>
- ISE B3. (2021). *O que é o ISE B3?* Recuperado de <http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise-em-08-set-2021>.
- Kieschnik, R., & Urcan, O. (2006). Earnings Management and Convertible Debt Issuance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=817164>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87 (3), 761-796.
- Le, H. T. T., Vo, X. V., & Vo, T. T. (2021). Accruals quality and the cost of debt: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101726>
- Li, N., Lou, Y., Otto, C. A., & Wittenberg-Moerman, R. (2021). Accounting Quality and Debt Concentration. *The Accounting Review* 96 (1), 377-400. <https://doi.org/10.2308/tar-2017-0250>
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., & Cunha, P. R. (2019). Relação entre o 'Board Interlocking' e a Persistência nos Lucros. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 16(4), 589-613. doi: 10.4013/base.2019.164.04
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE)





e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55). <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>

Vander Bauwhede, H., Meyere, M., & Van Cauwenberge, P. (2015). Financial reporting quality and the cost of debt of SMEs. *Small Business Economics*, 45, 149-164.

Weber, O., Diaz, M., & Schwegler, R. (2014). Corporate social responsibility of the financial sector—Strengths, weaknesses and the impact on sustainable development. *Sustainable Development*, 22(5), 321-335

Weber, O., Scholz, R. W., & Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and the Environment*, 19(1), 39-50.