

Incentivos para escolhas contábeis na Demonstração dos Fluxos de Caixa*

Flávia Fonte de Souza Maciel¹

 <https://orcid.org/0000-0002-3476-4792>
E-mail: flaviamaciel@outlook.com.br

Bruno Meirelles Salotti²

 <https://orcid.org/0000-0002-2735-7048>
E-mail: brunofea@usp.br

Joshua Onome Imoniana²

 <https://orcid.org/0000-0002-6535-6863>
E-mail: josh.imoniana@usp.br

¹ PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes, Departamento de Risco e Qualidade, São Paulo, SP, Brasil

² Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 02.08.2018 – Desk aceite em 30.08.2018 – 7ª versão aprovada em 16.08.2019 – Ahead of print em 09.12.2019
Editor Associado Ad Hoc: Fernando Caio Galdi

RESUMO

Este trabalho buscou identificar incentivos que influenciam as escolhas contábeis de classificação de juros e dividendos recebidos ou pagos na Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), no período de 2008 a 2014, nas empresas não financeiras do mercado de capitais brasileiro. As hipóteses referem-se ao efeito da escolha de classificação dos juros e dividendos sobre o fluxo de caixa operacional (FCO), de acordo com o endividamento, a rentabilidade, o porte, o próprio FCO negativo, o setor e o auditor. Este artigo procura contribuir trazendo evidências sobre as escolhas contábeis de classificação na DFC, considerando a falta de consenso dos resultados de estudos no mercado de capitais brasileiro e auxiliando no melhor entendimento dessas escolhas contábeis e seus incentivos. O correto entendimento das informações da DFC é fundamental para que esta seja útil ao seu usuário. A existência de escolhas contábeis de classificação na DFC pode afetar diretamente esse entendimento e, conseqüentemente, sua utilidade. Os resultados auxiliam no melhor entendimento da discricionariedade contida na DFC, permitindo a correta utilização de suas informações. Podem, também, gerar evidências para órgãos reguladores repensarem sobre as normas contábeis e para a academia direcionar futuras pesquisas. Foram desenvolvidos dois modelos com dados em painel, utilizando uma amostra de 352 empresas, 2.290 relatórios analisados e 3.764 dados levantados. Os resultados indicam que empresas com maior grau de endividamento, rentabilidade e porte selecionam as suas escolhas contábeis de modo a divulgar um maior FCO na DFC. As evidências obtidas reforçam os achados internacionais e adicionam novas análises no cenário brasileiro, contribuindo para o desenvolvimento de uma teoria das escolhas contábeis.

Palavras-chave: Demonstração dos Fluxos de Caixa, fluxo de caixa operacional, escolhas contábeis, opções de classificação.

Endereço para correspondência

Bruno Meirelles Salotti

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária
Avenida Professor Luciano Gualberto, 908 – CEP 05508-010
Cidade Universitária – São Paulo – SP – Brasil

*Artigo apresentado no XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria, Aveiro, Portugal, outubro de 2017.



1. INTRODUÇÃO

Escolher significa optar, selecionar, preferir, eleger. Portanto, pressupõe-se que há opções a serem escolhidas. Em todos os ramos do conhecimento, as escolhas costumam ser feitas com base em critérios e, no campo contábil, logicamente isso não é diferente.

De acordo com Fields, Lys e Vincent (2001, p. 256), “escolha contábil” é qualquer decisão cujo propósito primário seja influenciar, em forma ou em substância, a saída do sistema contábil de modo particular. Essa definição é bem ampla e demonstra que as escolhas contábeis podem ser estudadas sob diferentes perspectivas.

Neste trabalho em particular, o objeto a ser estudado e que permite escolhas contábeis é a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). Desde a promulgação da Lei n. 11.638/2007, que estabeleceu o início oficial do processo de convergência das normas brasileiras de contabilidade às normas internacionais (*International Financial Reporting Standards* – IFRS), a divulgação dessa demonstração tornou-se obrigatória no Brasil para os exercícios findos a partir de 2008, ano em que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 03 (Demonstração dos Fluxos de Caixa) para estabelecer as regras de elaboração e divulgação da DFC.

As “escolhas contábeis” permitidas tanto pelo CPC quanto pelas IFRSs são relativas às Opções de Classificação na Demonstração dos Fluxos de Caixa (OCDFC). Especificamente, essas escolhas permitem que juros e dividendos recebidos possam ser classificados como fluxo de caixa operacional (FCO) ou fluxo de caixa de investimento (FCI), enquanto juros e dividendos pagos possam ser classificados como FCO ou fluxo de caixa de financiamento (FCF).

Há, todavia, uma orientação adicional da norma brasileira (parágrafo 34A do CPC 03) que encoraja fortemente (i) a classificação dos juros, recebidos ou pagos, e de dividendos recebidos como FCO e (ii) os dividendos pagos como FCF. O parágrafo 34A está alinhado com a norma *Statement of Cash Flows* 95 (SFAS 95), advinda dos *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP). A norma brasileira ainda ressalta que, caso a orientação não seja seguida, o fato deve ser evidenciado em nota explicativa.

Devido à flexibilidade de classificação desses fluxos (juros e dividendos, recebidos ou pagos) dada pelas normas, os preparadores podem escolher onde apresentarão os itens mencionados e, no contexto brasileiro, devem ainda divulgar as devidas justificativas dessa escolha, caso não sigam a classificação “fortemente” encorajada pelo CPC 03. Assim, se por um lado essa

flexibilidade permite que uma informação mais fidedigna seja demonstrada, já que a apresentação da DFC poderá ser adaptada às circunstâncias específicas de cada empresa, por outro lado, essa mesma flexibilidade abre espaço para comportamentos que podem ser norteados por incentivos dos indivíduos ou grupos de indivíduos preparadores das demonstrações contábeis, ao permitir a escolha da opção que possa gerar a informação mais conveniente à empresa. Pode-se, então, supor que há incentivos que norteiam a escolha contábil da classificação na DFC dos itens suscetíveis à flexibilidade. Essa suposição está alinhada às ideias de Watts e Zimmerman (1990), que afirmam que a contabilidade é uma atividade realizada por pessoas e, por esse motivo, não se pode gerar uma teoria que preveja e explique fenômenos contábeis ignorando os incentivos dos indivíduos.

Ainda não há consenso a partir das evidências empíricas já obtidas sobre esse tema, mas há indicação de que empresas com maior grau de endividamento, ao menos teoricamente, devem ter incentivos para apresentar o FCO em montantes mais elevados. Lee (2012), analisando empresas americanas, Baik, Cho, Choi e Lee (2016), observando empresas coreanas, Gordon, Henry, Jorgensen e Linthicum (2017), com uma amostra de empresas de 13 países da Europa, e Souza, Pinto, Nunes e Lemes (2019), a partir de dados do mercado brasileiro, identificaram essa relação. Outras justificativas apontadas para tais escolhas incluem tamanho, rentabilidade e oportunidades de crescimento. Porém, conforme já ressaltado, as evidências obtidas não são consistentes, o que denota espaço para a continuidade desse tipo de investigação. Com base nisso, a questão de pesquisa central deste artigo está relacionada aos incentivos que definem as escolhas contábeis de classificação de juros e dividendos pagos ou recebidos na DFC de empresas do mercado de capitais brasileiro.

A questão de pesquisa considera características específicas de endividamento, rentabilidade, porte e se a empresa tem FCO negativo ao seguir o encorajamento do CPC 03 (FCO encorajado), bem como características gerais do setor a que pertence e auditor da empresa, para fins de indicadores dos incentivos dessas escolhas contábeis. Logo, o objetivo geral deste estudo é identificar as escolhas contábeis de classificação de recebimentos e pagamentos de juros e dividendos na DFC e possíveis motivadores de tais escolhas. Para atingir esse objetivo, analisou-se a correlação entre o efeito da opção adotada no FCO e as características das empresas (endividamento, rentabilidade, FCO encorajado, porte, setor e auditor).

1.1 Justificativas e Contribuições

Dada a possibilidade de os preparadores classificarem itens na DFC, conforme CPC 03 e *International Accounting Standard 7* (IAS 7), e considerando que o FCO é base para cálculos de *valuation* (Damodaran, 2006), que incluem a projeção dos fluxos de caixa futuros para contratação (Dichev & Skinner, 2002) e para análises financeiras (Estridge & Lougee, 2007), várias podem ser as motivações para que o preparador escolha determinada classificação a fim de obter vantagens.

Esta pesquisa avalia se há incentivos para que o FCO divulgado seja afetado, e essa informação, por sua vez, se não apresentada de forma adequada, poderá prejudicar o entendimento dos usuários quanto à composição dos fluxos de caixa e à determinação do valor da empresa. Apesar disso, menos atenção tem sido dada às variações de classificação na DFC (Gordon et al., 2017).

Adicionalmente, este trabalho tem o potencial de trazer evidências sobre o poder discricionário dos gestores por meio do relato de medidas de fluxos de caixa, quando optam por uma das alternativas de classificação na DFC, o que, aliás, é algo pouco pesquisado, uma vez que o resultado do exercício costuma ser a medida de referência em pesquisas envolvendo gerenciamento de resultados. Conforme Scott (2014, p. 449), o resultado contábil é formado pelo FCO, somando-se ou reduzindo-se as acumulações (*accruals*) líquidas, as quais têm níveis de discricionariedade e, por isso, são base dos modelos

para se medir o nível de gerenciamento de resultados. Como o FCO apurado de acordo com o CPC e as IFRS também está passível à discricionariedade, então, medidas diferentes de FCO impactariam na mensuração das *accruals* e, conseqüentemente, no nível de gerenciamento de resultados calculado, distorcendo os achados e comparações com outras empresas (Maciel, Salotti & Imoniana, 2017, p. 198).

Além disso, diversos modelos para testes empíricos envolvendo variáveis contábeis utilizam medidas de fluxos de caixa (por exemplo, *value relevance*, conservadorismo e gerenciamento de resultados) e, muitas vezes, as diferentes classificações de recebimentos e pagamentos de juros e dividendos podem vir a alterar os resultados desses modelos. Portanto, este trabalho tem o potencial de chamar a atenção de toda a vertente de trabalhos acadêmicos que transitam por esses modelos e utilizam esses dados contábeis baseados em fluxos de caixa.

Ressalta-se que a questão objeto desta pesquisa tem sido tratada por diversas pesquisas recentes, tanto em nível internacional (Baik et al., 2016; Gordon et al., 2017; Lee, 2012) quanto localmente (Silva, Martins & Lima, 2018; Souza et al., 2019). Essas pesquisas, além de demonstrarem a relevância do tema, têm amostras e metodologias que divergem entre si (ver Tabela 1), além de não apontarem para um consenso em relação aos resultados obtidos, o que suscita lacunas a serem exploradas. Tais pesquisas são discutidas na seção 2 – Referencial Teórico.

Tabela 1

Diferenças identificadas entre as pesquisas sobre escolhas contábeis de classificação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

Critério	Silva et al. (2018)	Souza et al. (2019)	Este estudo
Tamanho da amostra	112	354	352
Perfil da amostra	Empresas do Novo Mercado	Empresas abertas não financeiras	Empresas abertas não financeiras
Período analisado	2010 a 2015 (seis anos)	2010 a 2015 (seis anos)	2008 a 2014 (sete anos)
Variáveis testadas	Endividamento, rentabilidade, FCO negativo, porte da empresa, oportunidades de crescimento	Endividamento, rentabilidade, FCO negativo, porte da empresa, oportunidades de crescimento	Endividamento, rentabilidade, FCO "encorajado" pelo CPC 03, porte da empresa, setor, auditor
Modelos utilizados	Teste de diferença de média e regressão logística	Regressão logística	Modelo A: regressão linear Modelo B: regressão logística
Variável dependente das regressões	<i>Dummy</i> de classificação dos juros pagos e dividendos recebidos	<i>Dummy</i> de classificação dos fluxos de caixa (uma regressão para cada opção de classificação)	Modelo A: diferença entre FCO divulgado e FCO encorajado Modelo B: <i>dummy</i> de classificação dos juros pagos

CPC 03 = Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (Demonstração dos Fluxos de Caixa); FCO = fluxo de caixa operacional.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Adicionalmente, no Brasil, a inclusão do parágrafo 34A ao CPC 03 configura uma situação normativa particular que ainda não foi pesquisada com o enfoque dado por este trabalho, mesmo nas pesquisas envolvendo dados do mercado brasileiro (Silva et al., 2018; Souza et al., 2019), o que justifica e diferencia este trabalho.

1.2 Delimitações da Pesquisa

Apesar de o CPC 03 ser aplicável às entidades em geral, o estudo não engloba as instituições financeiras, as quais, além de terem normatização contábil específica, costumam classificar os juros, pagos e recebidos, e os dividendos recebidos como FCOs, devido à natureza de suas operações. Essa realidade é mencionada na IAS 7 e no CPC 03, que afirmam não haver esse consenso de classificação para as demais entidades. Entidades seguradoras também não foram incluídas na amostra, devido à normatização própria e também devido à atividade, que envolve acúmulo de recursos para fazer frente aos riscos e sinistros. Esses recursos acumulados geram receitas financeiras, atreladas à operação das seguradoras. Ou seja, não há variabilidade nas classificações dos fluxos de caixa de instituições financeiras e seguradoras, o que justifica sua exclusão da amostra.

Neste trabalho, todas as menções a dividendos (recebidos ou pagos) englobam também juros sobre capital próprio (JSCP). Os JSCP foram instituídos no Brasil com a Lei n. 6.404/1976, mas foi a Lei n. 9.249/1995 que tornou o pagamento de JSCP dedutível (sob certos

limites) para fins de imposto de renda (IR), o que passou a estimular as companhias a utilizarem esse recurso como distribuição de lucros. De qualquer modo, em termos econômicos, os JSCP são equivalentes aos dividendos, e por isso têm o mesmo tratamento contábil (e também a mesma possibilidade de classificação na DFC – FCO ou FCI se JSCP recebido, ou FCO ou FCF se JSCP pago).

A pesquisa está direcionada à DFC consolidada, quando aplicável, das empresas abertas brasileiras, uma vez que, em IFRS, não é exigida a apresentação de demonstrações individuais. A DFC individual foi utilizada apenas quando não havia demonstrações consolidadas. As notas explicativas não foram consultadas, pois o foco da pesquisa está no critério de apresentação da DFC adotado pelas empresas brasileiras. Entenda-se como empresas brasileiras, do mercado de capitais brasileiro, abertas ou de capital aberto, aquelas cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – a Brasil Bolsa Balcão (B3) – e regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O período analisado foi iniciado em 2008, quando a divulgação da DFC se tornou compulsória no Brasil, e concluído em 2014, englobando, portanto, sete anos de dados. Importante ressaltar que a utilização de vários períodos permite a análise de situações financeiras e de desempenho diferentes, independentemente dos fatores que influenciaram tais mudanças, sejam crises na economia ou no setor, ou consequências de decisões internas, por exemplo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A DFC, quando utilizada em conjunto com as demais demonstrações contábeis, proporciona informações que habilitam os usuários a avaliar as mudanças no patrimônio e estrutura financeira da entidade. O objetivo da DFC é fornecer informações acerca das alterações nas contas de caixa e equivalentes de caixa de uma entidade, em um determinado período, classificando tais fluxos de caixa em atividades operacionais (FCO), de investimento (FCI) e de financiamento (FCF).

Conforme salientado na introdução deste artigo, as informações sobre fluxos de caixa geradas pela DFC, de acordo com as IFRS e os CPCs, são preparadas a partir de escolhas contábeis relativas às classificações de juros e dividendos recebidos ou pagos. Juros e dividendos recebidos podem ser classificados como FCO ou FCI e juros e dividendos pagos podem ser classificados como FCO ou FCF. Assim, a teoria das escolhas contábeis (se que existe uma) é aplicável a esse contexto.

2.1 Escolhas Contábeis

Fields et al. (2001, p. 256) definem escolha contábil como qualquer decisão cujo propósito primário seja influenciar, em forma ou em substância, a saída do sistema contábil de uma forma particular, incluindo não apenas as demonstrações financeiras publicadas, mas também declarações fiscais e registros regulatórios. Cabello e Pereira (2015) afirmam que a teoria das escolhas contábeis estuda o como e o porquê das escolhas, uma vez que o órgão regulador permite várias práticas contábeis para tratar de um mesmo evento econômico.

Francis (2001) apresenta a definição de escolha contábil de acordo com Fields et al. (2001) e abrange tal definição ao relacioná-la com a natureza dessa escolha, a qual inclui, dentre outras formas mencionadas pelos autores: regras igualmente aceitas [ex.: primeiro a entrar, primeiro a sair (PEPS) vs. último entrar, primeiro a sair

(UEPS)]; julgamentos e estimativas (ex.: estimativa de vida útil de ativos); decisões de divulgações (ex.: nível de detalhes na descrição de políticas contábeis); e, decisões de classificação. Esta última é o foco deste trabalho, relacionado a escolhas contábeis de classificação de recebimentos e pagamentos de juros e dividendos na DFC.

As pesquisas sobre escolhas contábeis buscam identificar os fatores que as influenciam, considerando suas possíveis motivações e consequências. De acordo com Holthausen e Leftwich (1983), escolhas contábeis têm consequências econômicas se as mudanças nas regras utilizadas para calcular os números contábeis alteram a distribuição dos fluxos de caixa das empresas ou alteram a riqueza das partes que usam tais números como base para definir contratos e para a tomada de decisão.

Considerando as decisões de classificação que uma escolha contábil pode envolver, não necessariamente haverá alteração nos fluxos de caixa efetivamente distribuídos e na riqueza das partes envolvidas, em função das mudanças nos números contábeis divulgados. Tomando-se como referência o tema da presente pesquisa, as escolhas contábeis na DFC, objeto deste estudo, não impactam o desembolso dos fluxos de caixa, mas interferem na informação sobre os tipos de fluxos de caixa (FCO, FCI e FCF) gerados ou utilizados pela empresa no período apresentado. Dessa forma, não é possível mensurar as consequências econômicas dessas escolhas, uma vez que podem influenciar outros tipos de decisões, até mesmo em períodos subsequentes.

A teoria das escolhas contábeis vem sendo discutida há décadas [ver Watts e Zimmerman (1986, 1990), Holthausen (1990) e Watts (1992)] e diversas pesquisas empíricas vêm testando fatores determinantes de tais escolhas [ver, por exemplo, Holthausen e Leftwich (1983), Holthausen (1990), Missonier-Piera (2004), Quagli e Avallone (2010), Martínez, Martínez e Diazaraque (2011), Lorencini e Costa (2012) e Murcia, Souza e Wuergues (2013)].

Segundo Watts (1992, p. 242), a teoria das escolhas contábeis é parte de uma teoria mais abrangente, a teoria da firma. Tal autor apresenta as implicações dessa teoria econômica na escolha contábil e esclarece que a existência de firmas cria uma demanda pela contabilidade (Watts, 1992, p. 248). Também reforça que o sistema contábil desempenha um papel nos acordos contratuais que acompanham as transações entre a empresa e as partes fora da empresa. Contratos obrigam cada agente (gestores, proprietários, credores, empregados, clientes, fornecedores, auditores e governo) a contribuir com recursos para a organização (Sunder, 1997, p. 15).

Para Sunder (1997, p. 14), no entendimento da contabilidade, a firma pode ser vista como um conjunto de contratos, explícitos ou implícitos, entre agentes racionais,

os quais, conforme as restrições de suas oportunidades e informações, não escolhem conscientemente cursos de ação menos desejáveis sobre os mais desejáveis. Isso reforça a complexidade que pode estar envolvida nas escolhas contábeis, considerando a discricionariedade que os gestores têm ao decidir o conjunto de procedimentos contábeis que serão utilizados.

Na seção seguinte são descritos os principais estudos anteriores relacionados a escolhas contábeis e medidas de fluxos de caixa.

2.2 Estudos Anteriores das Escolhas de Classificação na DFC

Lee (2012) estudou incentivos para inflar o FCO na DFC utilizando classificação e *timing* em empresas dos Estados Unidos da América no período de 1988 a 2008. Esse estudo observou o que denominou gerenciamento do FCO (GFCO), o qual se distingue de gerenciamento de resultados, conforme indicado pela autora. O GFCO não afeta o resultado do período, ou seja, mantém-se constante, assim como o fluxo de caixa agregado, que é a soma dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Uma das características identificadas por Lee (2012) para inflar o FCO na DFC foi a probabilidade de falência das empresas, o que indica haver incentivos para as classificações na DFC.

Baik et al. (2016) examinaram a mudança de classificação na DFC em empresas que adotaram IFRS na Coreia, especificamente os fatores determinantes e consequências econômicas da mudança de classificação dos juros pagos. Observou-se que empresas com alto endividamento e de estrutura concentrada de propriedade tendem a reclassificar o montante de juros pagos da atividade operacional para a atividade de financiamento, aumentando, assim, o valor do FCO divulgado.

Gordon et al. (2017) pesquisaram sobre a flexibilidade da escolha de classificação na DFC de acordo com as IFRS em empresas de 13 países europeus, para os exercícios fiscais de 2005 a 2008, e identificaram fatores determinantes para escolhas de classificação que aumentam o FCO relacionados a características das empresas, dentre elas rentabilidade e endividamento. Os autores mensuraram o efeito da flexibilidade de classificações na DFC usando, como referência, a SFAS 95, que estabelece a classificação dos juros e dividendos de forma semelhante ao que é encorajado pelo CPC 03, no parágrafo 34A.

No Brasil, o debate envolvendo a elaboração e a divulgação da DFC foi desenvolvido, principalmente, na década de 1990, uma vez que já se cogitava, naquela época, a substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (Doar) pela DFC, fato que ocorreu somente

a partir de 2008, com a alteração da legislação societária ocorrida em 2007. Diversos trabalhos acadêmicos e técnicos foram desenvolvidos a partir dessa discussão e, especificamente em relação a escolhas contábeis, duas pesquisas de Santos e Lustosa, de 1999 e 2000, merecem atenção. Nesses dois trabalhos, publicados no caderno *Temática Contábil e Balanços*, da *Informações Objetivas e Publicações Jurídicas (IOB)*, os autores discutiram em profundidade as opções de classificação de juros e dividendos pagos (no primeiro artigo) e recebidos (no segundo) e, ao final, sugeriram que, tecnicamente, juros e dividendos pagos fossem classificados na atividade de financiamento e os juros e dividendos recebidos fossem classificados na atividade de investimento. Essa sugestão, se acatada, teria eliminado a possibilidade de escolhas contábeis e, por consequência, os possíveis comportamentos oportunistas dos preparadores de demonstrações financeiras. Entretanto, isso não ocorreu, pois, conforme já salientado na Introdução, o Brasil adotou essencialmente o modelo do IASB, que permite tais escolhas.

Posteriormente a esse debate e face à adoção definitiva da DFC no Brasil, Silva et al. (2018) investigaram as escolhas contábeis na evidência da DFC, no período de 2010 a 2015, das empresas listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) (“Novo Mercado”), que estabelece um padrão de governança corporativa mais elevado, totalizando uma amostra de 112 empresas. Em linha com a presente pesquisa, consideraram a classificação dos juros e dividendos, pagos e recebidos, com objetivo de identificar fatores que explicassem tais escolhas. Analisaram-se aspectos relacionados a endividamento, rentabilidade, FCO negativo, porte da empresa e oportunidades de crescimento como incentivos para escolhas que aumentam o FCO. Os resultados da pesquisa de Silva et al. (2018) não apresentaram evidências conclusivas de que as escolhas contábeis na DFC estavam relacionadas a endividamento, rentabilidade e FCO negativo. Em contrapartida, aceitaram-se parcialmente as hipóteses do tamanho da empresa e de oportunidades de crescimento. Os autores indicam que os resultados obtidos não condizem com pesquisas anteriores, provavelmente por implicações de outras variáveis não analisadas por eles. Adicionalmente, destaca-se que a amostra estudada por Silva et al. (2018) é restrita a empresas do Novo Mercado, limitando os achados.

Outro trabalho com dados do mercado brasileiro foi desenvolvido por Souza et al. (2019). O objetivo dessa pesquisa foi identificar o nível de comparabilidade das escolhas contábeis relacionadas à DFC e fatores que pudessem explicar tais escolhas. Selecionou-se uma amostra de 354 companhias abertas não financeiras no período de 2010 a 2015 e analisaram-se as escolhas relativas

a juros e dividendos recebidos e pagos, além de IR pago. As variáveis testadas consideraram tamanho da empresa, nível de endividamento, rentabilidade, oportunidades de crescimento e FCO negativo. Todas as hipóteses foram confirmadas, em maior ou menor extensão, sugerindo que as companhias do mercado brasileiro usam escolhas contábeis para gerenciar os fluxos de caixa.

Portanto, as evidências empíricas relacionadas às escolhas contábeis de classificação dos fluxos de caixa na DFC ainda não são conclusivas, o que sugere mais investigação empírica. De qualquer modo, parecem apontar para a existência de incentivos para as classificações de fluxos de caixa na DFC, especialmente com relação à variável endividamento, que demonstrou maior consistência empírica nos achados. Na seção seguinte são construídas e fundamentadas as hipóteses deste trabalho.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

A questão de pesquisa norteadora deste trabalho aborda incentivos que definem as escolhas contábeis de classificação de juros e dividendos pagos ou recebidos na DFC de empresas do mercado de capitais brasileiro. Desse modo, para responder a essa questão, são desenvolvidas quatro hipóteses, descritas e fundamentadas a seguir.

2.3.1 Endividamento

Se uma empresa está com grau de endividamento alto, isso pode indicar uma situação de dificuldade financeira. Assim, naturalmente há um incentivo para que essa empresa queira demonstrar um FCO mais elevado, pois isso poderia indicar aos atuais e potenciais interessados (credores e investidores) que a entidade estaria em condições de arcar com seus compromissos financeiros e não entraria em situação de falência.

Os estudos descritos na seção 2.2 testaram esse raciocínio. Lee (2012) documentou a existência de relação entre as classificações da DFC e a probabilidade de falência. Baik et al. (2016) observaram relação positiva entre firmas coreanas com maior endividamento e a mudança de classificação dos juros pagos de FCO para FCF. Gordon et al. (2017) chegaram à mesma conclusão a esse respeito, citando ainda que empresas que têm contratos e custos envolvidos em renegociações procuram informar um FCO mais elevado. Silva et al. (2018) e Souza et al. (2019) também testaram a relação entre grau de endividamento e escolhas na DFC, e apenas Souza et al. (2019) identificaram correlação.

Desse modo, desenvolveu-se a seguinte hipótese:

H₁: empresas com elevado grau de endividamento tendem a escolher a classificação que aumente o FCO.

2.3.2 Rentabilidade

Partindo-se da hipótese anterior, assumindo que uma “notícia ruim” incentivaria uma escolha contábil para melhorar o FCO, então pode-se esperar que uma empresa com maior rentabilidade seja menos propensa a gerenciar um aumento do FCO, uma vez que tem uma situação positiva a seu favor. Entretanto, Gordon et al. (2017), apesar de concordarem com essa ideia, também a contrapõem, supondo que uma empresa mais lucrativa poderia se motivar a apresentar maior FCO para demonstrar a consistência entre geração de lucro e de caixa. Silva et al. (2018) também sustentam essa argumentação, embora reconheçam que empresas com FCO negativo tenham incentivos para classificações que o tornem menos negativo ou até positivo.

Para fins deste trabalho, sustenta-se a primeira linha de raciocínio, a fim de manter consistência com H_1 e com o argumento de que a empresa tende a apresentar uma informação mais favorável como tentativa de compensar alguma situação insatisfatória, que nesse caso seria a pior rentabilidade.

Assim, elaborou-se a seguinte hipótese:

H_2 : empresas com menor rentabilidade tendem a escolher a classificação que aumente o FCO.

2.3.3 Efeitos do “encorajamento” do CPC 03

Conforme descrito na introdução deste artigo, o CPC 03 introduziu o parágrafo 34A (inexistente na respectiva norma IAS 7), que encoraja fortemente as entidades a classificarem juros e dividendos recebidos e juros pagos como FCO e dividendos pagos como FCF. A partir disso, considerou-se que empresas que reportariam FCO negativo, ao seguir o encorajamento do CPC 03, têm incentivos para atenuar essa situação ou até para invertê-la. Por essa razão, espera-se que, se o FCO encorajado for negativo, maior seja a chance de se gerenciar um aumento no FCO divulgado. Apesar de os estudos anteriores analisados não utilizarem essa característica, a mesma foi desenvolvida por analogia aos casos envolvendo incentivos para reportar resultados positivos em vez de negativos, de acordo com a pesquisa

de Burgstahler e Dichev (1997). Assim, desenvolveu-se a terceira hipótese:

H_3 : empresas com FCO negativo de acordo com o encorajamento do CPC 03 tendem a escolher a classificação que aumente o FCO.

2.3.4 Porte

O porte das empresas é uma característica que pode afetar as escolhas de classificação na DFC, pois quanto maior o porte da empresa, existem mais incentivos para apresentar um FCO maior. Esse incentivo pode estar ligado à visibilidade política da empresa, ou seja, empresas maiores, por terem mais visibilidade, podem se sentir pressionadas a escolher classificações de fluxos de caixa que aumentem o FCO. Watts (1992) sugere que o processo político afeta escolhas contábeis.

Silva et al. (2018) e Souza et al. (2019) testaram essa variável em seus estudos e encontraram indícios de que o tamanho da empresa impacta as escolhas contábeis de classificação na DFC.

Lee (2012), Baik et al. (2016) e Gordon et al. (2017) também incluem essa variável nos modelos, porém, como variável de controle. Apesar disso, entende-se que o argumento de visibilidade política é consistente e justifica a inclusão do porte como variável explicativa.

Dessa forma, a quarta hipótese foi levantada:

H_4 : empresas de maior porte tendem a escolher a classificação que aumente o FCO.

2.3.5 Variáveis de controle: setor e auditor

Não há hipóteses quanto às variáveis relacionadas ao setor e auditor das empresas, pois não há um efeito específico esperado no FCO em função dessas características gerais. Entretanto, considerando que as características das empresas podem sofrer influência do setor onde atuam e da firma de auditoria que as auditam, tais variáveis foram consideradas no modelo como variáveis de controle, ou seja, ao incluir essas variáveis no modelo, é possível avaliar o efeito incremental das outras variáveis.

Desenvolvidas e fundamentadas as hipóteses, a seção seguinte descreve os procedimentos metodológicos.

3. METODOLOGIA

A análise dos dados levantados e suas relações permite avaliar se há incentivos para que o FCO seja afetado por meio da escolha de classificação dos juros e dividendos. O foco nos motivos para adoção de uma prática contábil

particular e suas mudanças é objeto da pesquisa contábil positiva.

Os valores de ativo total – FCO –, retorno do ativo e endividamento, bem como o Cadastro Nacional da Pessoa

Jurídica (CNPJ) das empresas selecionadas, foram obtidos por meio da base de dados Economatica[®]. Esses dados financeiros e contábeis consideraram valores consolidados e do período de 12 meses findo em 31 de dezembro. A DFC foi extraída das Demonstrações Financeiras Anuais Completas (DFs anuais), constantes do site da CVM (órgão regulador do mercado de capitais brasileiro), por meio de busca pelo CNPJ.

Incluíram-se na base de dados apenas os casos com a indicação explícita na DFC de juros e dividendos, pagos ou recebidos, independentemente do motivo de não se apresentar tal informação, seja por não ser aplicável ou porque não foi destacada. Outro critério adotado trata-se dos casos em que no exercício não havia valores dos itens sob análise, mas constava a informação da DFC em virtude de haver montante do exercício anterior comparativo, logo, a classificação do exercício em questão foi tabulada e indicado 0 como valor.

A lista de empresas para análise dos respectivos dados foi levantada na base de dados da Economatica[®]. Utilizaram-se os filtros de Brasil como país sede, empresa com *status* de ativa e ação mais movimentada, para não haver repetição de empresas. O filtro dos segmentos da indústria também foi utilizado e as empresas classificadas

como “Finanças e Seguros” e “Fundos” foram excluídas da base, uma vez que as instituições financeiras não fazem parte do escopo da pesquisa. Dessa forma, selecionaram-se, inicialmente, 352 empresas.

Em seguida, as DFs anuais de 2008 a 2014 de tais empresas foram obtidas. Excluíram-se da amostra as empresas com exercício social findo em outros períodos que não fosse 31 de dezembro, tendo em vista que os dados financeiros e contábeis levantados foram dessa data-base.

Excluíram-se também da amostra os dados com inconsistência (ex.: juros pagos positivos, dividendos recebidos negativos etc.), casos em que a DFC não foi apresentada, não estava legível (baixa qualidade da impressão escaneada) ou faltava alguma parte (segunda página da DFC). O Apêndice A detalha os períodos e empresas com tais ocorrências.

A Tabela 2 apresenta a conciliação da diferença entre a quantidade prevista de DFs anuais que seriam analisadas, caso as 352 empresas selecionadas tivessem divulgação em todos os exercícios, e a quantidade final efetivamente utilizada na pesquisa. Tal diferença é resultante de DFs anuais que não foram divulgadas, em função da empresa só ter divulgado demonstrações financeiras em parte dos anos.

Tabela 2

Conciliação da quantidade de Demonstrações Financeiras Anuais (DFs) anuais

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Previsão de DFs anuais das empresas selecionadas	352	352	352	352	352	352	352	2.464
Exclusões								
Outros exercícios sociais	-2	-3	-4	-4	-5	-4	-4	-26
Inconsistências dos dados	-1	-2		-2	-3	-3	-1	-12
DFC não apresentada, ilegível ou incompleta		-1		-3	-1	-2		-7
DFs anuais não divulgadas	-41	-32	-21	-14	-3	-1	-17	-129
DFs anuais utilizadas na pesquisa	308	314	327	329	340	342	330	2.290

DFC = Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por meio da análise das DFCs constantes das 2.290 DFs anuais, levantaram-se os dados relacionados aos fluxos de caixa de juros e dividendos das empresas. A Tabela 3 indica o resumo da quantidade de dados levantados por

meio dessa análise, considerando que cada DF anual pode ter de zero a quatro dados levantados, a depender dos itens (juros pagos, juros recebidos, dividendos pagos e dividendos recebidos) que constam da respectiva DFC.

Tabela 3

Resumo dos dados levantados (por ano)

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Juros pagos	94	117	162	177	194	200	201	1.145
Juros recebidos	9	13	15	16	16	15	13	97
Dividendos pagos	189	198	217	220	228	233	232	1.517
Dividendos recebidos	111	124	134	147	158	169	162	1.005
Dados totais levantados	403	452	528	560	596	617	608	3.764

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os dados indicados na Tabela 3 foram utilizados para direcionamento das hipóteses da pesquisa. A exceção ocorre para os dados indicados na primeira linha dessa tabela, pois do total de 1.145 dados sobre juros pagos, quatro foram excluídos da base para efetuar a regressão que tem os juros pagos como variável dependente (modelo B), resultando em 1.141 dados utilizados. Os dados excluídos referem-se à empresa Dommo Empreendimentos Imobiliários S.A., cujos índices de rentabilidade e endividamento distorciam as análises descritivas por serem demasiadamente elevados. Em 2011, por exemplo, tal empresa teve prejuízo líquido de R\$ 6.043.625,00, ativo total de R\$ 61.119,00 e passivo total de R\$ 9.048.644,00, resultando em índices de rentabilidade e de endividamento de 4.168 e 6.240%, respectivamente, quando a média do período foi de 4 e 61% (excluindo essa empresa). Exceto pela exclusão dos dados dessa empresa, não foi necessário outro tratamento para *outliers*.

Com intuito de se concluir sobre a rejeição ou não das hipóteses, consideraram-se duas variáveis dependentes para análise do efeito no FCO oriundo da escolha de classificação:

(i) a diferença em reais entre o FCO divulgado e o valor que seria o FCO ao seguir as opções encorajadas pelo CPC 03 (FCO encorajado) e (ii) a escolha de classificação dos juros pagos. A primeira variável foi dividida pelo valor do ativo total, de forma a excluir o efeito de uma possível variabilidade em função do tamanho da empresa. A análise da segunda variável dependente, utilizando regressão logística, foi direcionada aos juros pagos pois, caso sejam classificados na DFC como FCF (sem seguir a classificação recomendada pelo CPC), resultará em melhoria dos fluxos de caixa das atividades operacionais; já o oposto ocorre se classificado como FCO. Essa melhoria, ao não seguir a recomendação do CPC, não ocorre com as demais alternativas (juros recebidos, dividendos recebidos e pagos). Tal direcionamento foi elaborado tomando-se por base a pesquisa de Gordon et al. (2017).

Por fim, a relação entre as variáveis dependentes e explicativas foi analisada usando-se dados em painel. Essa relação está apresentada na Tabela 4, a qual também indica as *proxies* utilizadas e o efeito esperado no FCO de cada uma.

Tabela 4

Modelos e variáveis das hipóteses

Modelo	Variável dependente	Variáveis explicativas	Proxies	Efeito esperado no FCO
A	Diferença em reais entre o FCO divulgado e FCO encorajado dividida pelo valor do ativo total	Endividamento*	Endividamento geral (passivo total/ativo total x 100)	+
		Rentabilidade	Retorno do ativo (resultado líquido/ativo total x 100)	-
B	Escolha de classificação dos juros pagos (<i>dummy</i> , 1 para classificação como FCF e 0 como FCO)	FCO encorajado	FCO de acordo com encorajamento do CPC 03 (<i>dummy</i> , 1 se negativo e 0 se positivo)	+
		Porte	Logaritmo natural do ativo total	+

CPC 03 = Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (*Demonstração dos Fluxos de Caixa*); FCF = fluxo de caixa de financiamento; FCO = fluxo de caixa operacional.

* = outro índice de endividamento foi considerado nas regressões (total de empréstimos e financiamentos dividido pelo ativo), mas não gerou resultados divergentes; + = positivo; - = negativo.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme já comentado no desenvolvimento das hipóteses (seção 2.3), o efeito esperado no FCO está relacionado à necessidade de a empresa apresentar uma informação mais favorável de forma a compensar alguma situação insatisfatória. Por isso, quanto mais endividada estiver a empresa, quanto menos rentável ela for e se estiver com um FCO encorajado negativo, espera-se que as opções de classificações possam ser utilizadas para aumentar o montante de FCO apresentado. Quanto ao porte, considera-se a existência de incentivos de reportes favoráveis nas empresas de maior porte.

Na determinação dos setores, utilizou-se a classificação setorial da Economatica® composta por: Agro e pesca; Alimentos e bebidas; Comércio; Construção;

Eletroeletrônicos; Energia elétrica; Máquinas industriais; Mineração; Minerais não metais; Papel e celulose; Petróleo e gás; Química; Siderurgia e metalurgia; *Software* e dados; Telecomunicações; Têxtil; Transporte – Serviços; Veículos e peças; e Outros, totalizando 19 setores. Por fim, consideraram-se cinco grupos de auditores independentes: quatro são compostos por cada uma das *Big Four* e o outro grupo é formado pelas demais firmas de auditoria. Esse agrupamento permite a identificação das semelhanças e diferenças de tratamento de cada uma das *Big Four* e dos demais auditores no que diz respeito à sua concordância quanto à classificação na DFC dos juros, dividendos e JSCP.

A análise com dados em painel compreende duas dimensões: uma transversal, representada pelas empresas,

e uma longitudinal, representada pelo tempo. Assim, obtiveram-se informações de mais de um indivíduo ao longo de um período de tempo. A utilização de dados em painel permite ainda o uso de um número maior de observações do que seria possível se fossem utilizados apenas dados transversais ou apenas dados longitudinais (Baltagi, 1998, citado por Gujarati, 2006). Nesta pesquisa, os indivíduos são representados por 171 empresas no modelo A e 234 empresas no modelo B, observadas ao longo de sete anos, tratando-se de um painel desbalanceado, pois há empresas com dados em apenas alguns anos.

4. RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados das regressões, segregando os dois modelos de regressão utilizados. Conforme indicado anteriormente na Tabela 4, o modelo A tem “diferença” como variável dependente, que representa a diferença em reais entre o FCO divulgado e o valor que seria o FCO ao seguir as opções encorajadas pelo CPC 03 (FCO encorajado) dividida pelo valor do ativo total. O modelo B tem “juros pagos” como variável dependente que se refere à escolha de classificação dos juros pagos – variável *dummy*, sendo 1 para classificação como FCF e 0 se FCO. As variáveis explicativas (endividamento, rentabilidade, FCO encorajado e porte) e as de controle (setor e auditor) são as mesmas nos dois modelos.

As análises descritivas de cada modelo, por meio de média, frequência, desvio padrão e mediana, estão apresentadas nos apêndices B e C.

Cada regressão foi testada por meio do modelo de efeitos fixos e do modelo de efeitos aleatórios. Todos os modelos foram estimados considerando a inclusão de seis variáveis *dummy* correspondentes aos anos pesquisados. Incluíram-se seis variáveis (e não sete, de 2008 a 2014), para evitar o problema da multicolinearidade, e utilizou-se o teste de Wald para verificar a relevância de tais variáveis no modelo. O objetivo desse teste é verificar se os parâmetros das variáveis *dummy* são conjuntamente iguais a 0, o que indicaria não haver importância estatística para mantê-las no modelo.

Por fim, destaca-se que a presente pesquisa tem diferenças metodológicas em relação aos trabalhos de Silva et al. (2018) e de Souza et al. (2019). A Tabela 1 resume tais diferenças e, pela sua análise, nota-se que este estudo considera um período maior em relação aos anteriores e tem como diferenciais a análise do “encorajamento” do CPC 03 e a inclusão das variáveis de controle setor e auditor. Adicionalmente, a utilização de dois modelos de regressão em conjunto com esses diferenciais pode capturar uma relação entre as variáveis que os estudos anteriores não capturaram.

A significância do teste de Wald resultou em valor superior a 0,05 em todos os casos, indicando que os parâmetros das variáveis *dummy* são conjuntamente iguais a 0 e, portanto, devem ser excluídas do modelo. Ou seja, essas variáveis não foram capazes de capturar fatores macroeconômicos que poderiam ter afetado as empresas no período analisado. Isso indica que em nenhum ano foi identificado um comportamento destoante dos demais, o qual poderia estar relacionado a fatores externos relevantes de determinado ano, como, por exemplo, uma grave crise ou eventos econômicos específicos.

Todos os modelos também foram estimados considerando a classificação dos auditores em dois grupos (“Big Four” vs. outros), não resultando em conclusões diferentes dos cinco grupos (cada uma das “Big Four” e outros) considerados.

4.1 Modelo A

Para efetuar a regressão, consideraram-se apenas os períodos das empresas em que havia diferença entre o montante de FCO divulgado e o FCO encorajado, resultando na utilização de 171 empresas e 585 dados.

Para avaliar qual dos modelos (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) é o mais adequado, utilizaram-se dois testes: o multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (teste de Breusch-Pagan) e o teste de Hausman. Seus resultados encontram-se na Tabela 5.

Tabela 5

Testes de Breusch-Pagan e de Hausman (modelo A)

	Teste de Breusch-Pagan	Teste de Hausman
H ₀	Variância do erro de unidade específica = 0	As estimativas do modelo de efeitos aleatórios são consistentes
Qui-quadrado	48,4693	86,4456
p-valor	< 0,0001	< 0,0001
Conclusão	Rejeita-se o modelo <i>pooled</i>	Rejeita-se o modelo de efeitos aleatórios, logo, o modelo aplicável é o de efeitos fixos

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como a significância (p-valor) do teste de Breusch-Pagan foi inferior a 0,05, conclui-se que entre o modelo *pooled* e o modelo de efeitos aleatórios, o de efeitos aleatórios é mais adequado. Pelo teste de Hausman, avalia-se o modelo mais adequado entre efeitos fixos e efeitos aleatórios, concluindo-se que o melhor é o modelo de efeitos fixos, uma vez que o p-valor desse teste foi menor que 0,05, ou seja, foi significativo (Gujarati, 2006).

O modelo A foi estimado conforme a equação a seguir:

$$Diferença_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 End_{i,t} + \beta_2 Rent_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t} + \beta_4 Por_{i,t} + \beta_5 Set_i + \beta_6 Aud_{i,t} + \varepsilon \quad 1$$

em que $Diferença_{i,t}$ é a diferença em reais (da empresa i no ano t) entre o FCO divulgado na DFC e o “FCO encorajado”, que é o valor construído do FCO ao seguir as classificações na DFC encorajadas pelo CPC 03, dividida pelo valor do ativo total em 31 de dezembro do ano t ,

β_0 é a constante, $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ são os coeficientes da equação, $End_{i,t}$ é o endividamento geral (da empresa i no ano t), calculado pela divisão entre o passivo exigível total e o ativo total em 31 de dezembro do ano t , $Rent_{i,t}$ é a rentabilidade (da empresa i no ano t), calculada pela divisão entre o resultado líquido do ano t e o ativo total de 31 de dezembro do ano t , $FCO_{i,t}$ é o FCO encorajado (da empresa i no ano t), variável *dummy*, sendo 1 se o FCO é negativo e 0 se positivo, $Por_{i,t}$ é o porte (da empresa i no ano t), calculado com base no logaritmo natural do ativo total em 31 de dezembro do ano t , Set_i é o setor da empresa i com base na classificação setorial da Economatica®, $Aud_{i,t}$ é o auditor (da empresa i) relativo às demonstrações financeiras (do ano t) e ε é o termo de erro do modelo.

A Tabela 6 mostra os dados da regressão e os coeficientes obtidos, utilizando o modelo de efeitos fixos, definido com base no teste de Hausman para o modelo A.

Tabela 6

Sumário e coeficientes do modelo A (efeitos fixos)

	Coeficientes	Erro padrão	t	p-valor
Constante	-0,976873	0,102748	-9,508	< 0,001***
Endividamento	0,000306906	0,000152498	2,013	0,0448**
Rentabilidade	$4,82271 \times 10^{-3}$	$8,68074 \times 10^{-6}$	5,556	< 0,001***
FCO	0,00831131	0,0078285	1,062	0,2890
Porte	0,0660726	0,00705278	-0,5224	< 0,001***
Setor	Variável excluída do modelo devido à colinearidade exata			
Auditor	0,000346343	0,00272688	0,1270	0,8990
Dados	Quantidade/valor			
Seção cruzada	171 unidades			
Série temporal	Mínimo de 1/máximo de 7			
F	2,67904			
p-valor	< 0,001			
R ²	0,534079			
Erro padrão	0,0533			

FCO = fluxo de caixa operacional.

** = p-valor < 0,05; *** = p-valor < 0,01.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Pela Tabela 6, constata-se que as variáveis endividamento, rentabilidade e porte têm coeficiente significativo, ou seja, p-valor < 0,05 (Gujarati, 2006), influenciando de forma direta (coeficiente positivo) a diferença em reais entre o FCO divulgado e o FCO encorajado pelo CPC 03, ou seja, quanto maiores o endividamento, a rentabilidade e o porte, maior a diferença. Adicionalmente, o modelo de efeitos aleatórios, embora não seja o mais adequado conforme os resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman apresentados

na Tabela 5, gera resultados que confirmam a significância das variáveis endividamento e porte, obtida pelo modelo de efeitos fixos.

Portanto, a partir do modelo A, apenas H₃ foi rejeitada, relacionada à apuração de um FCO negativo ao seguir o encorajamento do CPC 03. Os resultados parecem indicar que empresas mais endividadas podem estar utilizando suas escolhas contábeis na DFC para divulgar um FCO mais favorável. Gordon et al. (2017) identificaram endividamento (correlação positiva) e rentabilidade (correlação negativa)

como variáveis significantes influenciando a diferença entre o FCO divulgado e o valor que seria o FCO seguindo a norma estadunidense SFAS 95, a qual considera as mesmas classificações encorajadas pelo CPC 03. A Tabela 6 indica que empresas mais rentáveis tendem a apresentar FCO maior (correlação positiva), comportamento oposto ao esperado para essa hipótese e ao identificado por Gordon et al. (2017). Por outro lado, quanto maior a empresa, os resultados apontam que maior FCO é apresentado, o que pode estar relacionado a incentivos internos de reportes favoráveis. A variável porte não foi significativa na pesquisa de Gordon et al. (2017). Quanto às variáveis de controle relacionadas ao setor e auditor, os resultados não apontaram relação significativa, de forma semelhante ao estudo de Gordon et al. (2017).

Os estudos com dados do mercado brasileiro, apesar de utilizarem dados e modelos não diretamente comparáveis à presente pesquisa (conforme apresentado na Tabela 1), obtiveram alguns resultados diferentes. Silva et al. (2018) obtiveram significância apenas para as variáveis

porte e oportunidades de crescimento (esta última não testada no presente artigo), o que não foi identificado para as variáveis endividamento e rentabilidade. Já Souza et al. (2019) obtiveram significância em todas as variáveis testadas, incluindo as variáveis porte, endividamento e rentabilidade com correlação direta, de forma semelhante a esta pesquisa. Logicamente, as diferenças metodológicas podem justificar a disparidade dos achados.

4.2 Modelo B

Para efetuar a regressão do modelo B, consideram-se apenas os períodos das empresas em que havia divulgação dos juros pagos, resultando na utilização de 234 empresas e 1.141 dados.

Para avaliar qual dos modelos (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) é o mais adequado, utilizaram-se dois testes: o multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (teste de Breusch-Pagan) e o teste de Hausman. Seus resultados encontram-se na Tabela 7.

Tabela 7

Testes de Breusch-Pagan e de Hausman (modelo B)

	Teste de Breusch-Pagan	Teste de Hausman
H ₀	Variância do erro de unidade específica = 0	As estimativas do modelo de efeitos aleatórios são consistentes
Qui-quadrado	1.463,52	2,57057
p-valor	0	0,765832
Conclusão	Rejeita-se o modelo <i>pooled</i>	Aceita-se o modelo de efeitos aleatórios

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como a significância (p-valor) do teste de Breusch-Pagan foi inferior a 0,05, conclui-se que entre o modelo *pooled* e o de efeitos aleatórios, o de efeitos aleatórios é mais adequado. Essa conclusão é corroborada pelo teste de Hausman, uma vez que o p-valor desse teste foi maior que 0,05, ou seja, não foi significativo. Portanto, o melhor é o modelo de efeitos aleatórios, pois a H₀ não foi rejeitada.

O modelo B foi estimado conforme a equação a seguir:

$$Juros\ pagos_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 End_{i,t} + \beta_2 Rent_{i,t} + \beta_3 FCO_{i,t} + \beta_4 Por_{i,t} + \beta_5 Set_i + \beta_6 Aud_{i,t} + \varepsilon \quad 2$$

em que *Juros pagos*_{i,t} é a escolha de classificação dos juros pagos na DFC da empresa *i* no ano *t* (variável *dummy*, sendo 1 se os juros pagos foram classificados como FCF e 0 se FCO), β_0 é a constante, β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 são os

coeficientes da equação, *End*_{i,t} é o endividamento geral (da empresa *i* no ano *t*), calculado pela divisão entre o passivo exigível total e o ativo total em 31 de dezembro do ano *t*, *Rent*_{i,t} é a rentabilidade (da empresa *i* no ano *t*), calculada pela divisão entre o resultado líquido do ano *t* e o ativo total de 31 de dezembro do ano *t*, *FCO*_{i,t} é o FCO encorajado (da empresa *i* no ano *t*), variável *dummy*, sendo 1 se o FCO é negativo e 0 se positivo, *Por*_{i,t} é o porte (da empresa *i* no ano *t*), calculado com base no logaritmo natural do ativo total em 31 de dezembro do ano *t*, *Set*_{*i*} é o setor da empresa *i* com base na classificação setorial da Economatica® e *Aud*_{i,t} é o auditor (da empresa *i*) relativo às demonstrações financeiras (do ano *t*).

A Tabela 8 mostra os dados da regressão e os coeficientes obtidos por meio do modelo de efeitos aleatórios adequado para o modelo B.

Tabela 8

Sumário e coeficientes do modelo B (efeitos aleatórios)

	Coeficientes	Erro padrão	t	p-valor
Constante	0,493560	0,227227	2,172	0,0298**
Endividamento	0,000865479	0,000322472	2,684	0,0073***
Rentabilidade	$4,00130 \times 10^{-6}$	$3,44762 \times 10^{-5}$	0,1161	0,9076
FCO	0,0109755	0,0235966	0,4651	0,6418
Porte	-0,0112590	0,0135501	-0,8309	0,4060
Setor	0,00251283	0,00502041	0,5005	0,6167
Auditor	-0,00748195	0,00716119	-1,045	0,2961
Dados	Quantidade/valor			
Seção cruzada	234 unidades			
Série temporal	Mínimo de 1/máximo de 7			
“Por dentro” da variância	0,0528398			
“Por entre” a variância	0,191822			
Erro padrão	0,483454			

FCO = fluxo de caixa operacional.

** = p-valor < 0,05; *** = p-valor < 0,01.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Pela Tabela 8, constata-se que apenas a variável endividamento tem coeficiente significativo (p-valor < 0,05), indicando haver relação direta entre o endividamento e a classificação dos juros pagos como FCF, o que, por sua vez, gera aumento no FCO divulgado. Utilizando a mesma comparação realizada no modelo A, esses resultados foram confrontados com aqueles obtidos pelo modelo de efeitos fixos, embora este não seja o mais adequado, conforme os testes de Breusch-Pagan e de Hausman apresentados na Tabela 7. Os resultados confirmam a significância estatística da variável endividamento.

Assim como no modelo A, esse resultado está de acordo com o efeito esperado (Tabela 4) e consistente com o apresentado por Gordon et al. (2017), em que novamente identificaram a variável endividamento como significativa em outro modelo que utilizou a classificação dos juros pagos na DFC na amostra de empresas europeias.

Baik et al. (2016) identificaram que firmas coreanas com maior endividamento e de grande porte tendem a mudar a classificação dos juros pagos de FCO para FCF, evidenciando que tais características são incentivos para divulgar um melhor FCO. Entretanto, variáveis

relacionadas à rentabilidade não foram estatisticamente significantes. Variáveis relacionadas a setor e a auditor não foram utilizadas na referida pesquisa.

Os testes do estudo de Silva et al. (2018), que considerou as variáveis endividamento, rentabilidade, FCO negativo, porte e oportunidades de crescimento no seu modelo de regressão logística com a escolha de classificação de juros pagos como variável dependente, apresentaram significância apenas para a variável porte. Essa divergência pode ser influenciada pela diferença nas amostras e períodos pesquisados. Já a pesquisa de Souza et al. (2019), para a regressão dos juros pagos, apresentou o mesmo resultado aqui documentado: significância da variável endividamento.

Novamente, a partir do modelo B, H_1 não foi rejeitada. Portanto, sob diferentes perspectivas (modelos A e B) e também documentado por grande parte dos demais trabalhos sobre esse tema, a variável endividamento demonstrou relação positiva e estatisticamente significativa, indicando ser esse um possível incentivo para as escolhas contábeis de classificação de juros e dividendos pagos ou recebidos na DFC das empresas do mercado de capitais brasileiro.

5. CONCLUSÕES

A possibilidade de se optar por uma classificação na DFC dentre várias remete aos incentivos que determinam essa escolha contábil. De forma geral, os incentivos identificados nesta pesquisa no contexto do mercado de capitais brasileiro referem-se à situação financeira (endividamento e rentabilidade) e ao porte das empresas.

Os resultados das regressões mostraram que o endividamento influencia a diferença entre o FCO divulgado e o valor que seria o FCO ao seguir as opções encorajadas pelo CPC 03, bem como a classificação de juros pagos como FCF. Identificaram-se que quanto maior o endividamento, maior a diferença, ou seja, maior o valor

do FCO divulgado em relação ao FCO encorajado pelo CPC 03, e que há relação direta (coeficiente positivo) entre o endividamento e a classificação de juros pagos como FCF. Esse comportamento pode indicar que empresas com situação financeira desfavorável tendem a escolher a classificação que aumente o FCO. Dessa forma, a hipótese H_1 não foi rejeitada.

A variável rentabilidade foi significativa, o que evidencia que empresas mais rentáveis tendem a escolher a classificação que aumente o FCO, podendo ser uma forma de reforçar sua situação favorável, direção oposta da H_2 , que considerou essa tendência em empresas menos rentáveis. Já a H_3 foi rejeitada, uma vez que a variável FCO negativo de acordo com o encorajamento do CPC 03 não foi significativa nos resultados das regressões. E a não rejeição da H_4 evidencia que quanto maior a empresa, maior FCO é apresentado, o que pode estar relacionado a incentivos internos de reportes favoráveis.

Apesar de o estudo se limitar a algumas variáveis, tais resultados apresentam contribuições, tanto para consolidação de teorias quanto para o conjunto das pesquisas empíricas relacionadas ao tema e também para o aperfeiçoamento da prática contábil.

A contribuição relacionada à teoria das escolhas contábeis e suas evidências empíricas envolve a identificação de evidências e indícios de incentivos que direcionam a escolha das classificações na DFC no cenário brasileiro. Apesar de haver estudos empíricos sobre esse tema no Brasil (Silva et al., 2018; Souza et al., 2019), há diferenciais importantes, como a ampliação do período estudado, a inclusão de variáveis de controle e testes utilizando dois modelos. Além disso, parte dos resultados aqui obtidos são consistentes com os achados obtidos em outros estudos internacionais, em especial os de Baik et al. (2016) e Gordon et al. (2017), que corroboram as conclusões de que o grau de endividamento parece mesmo influenciar as escolhas contábeis de classificações de juros e dividendos recebidos ou pagos na DFC. Desse modo, o estudo traz implicações científicas a esse campo do conhecimento, na medida em que confirma, com dados abrangentes do mercado brasileiro, aquilo que a teoria das escolhas contábeis prescreve: as escolhas são induzidas por incentivos econômicos, como o endividamento e rentabilidade.

Esta pesquisa trouxe contribuições diferenciadas ao considerar a variável “FCO encorajado” – se a empresa tem FCO negativo ao seguir o encorajamento do CPC 03 – não utilizada por outras pesquisas e ao utilizar as variáveis de controle “setor” e “auditor” no cenário brasileiro.

No âmbito dos usuários das demonstrações financeiras, conhecer as escolhas e fatores relacionados à classificação dos juros e dividendos na DFC é um auxílio para que a correta análise dessa demonstração, e das demais

em conjunto, seja efetuada. No caso de investidores e credores, conscientes do uso dessa discricionariedade e dos incentivos que podem afetar o FCO, podem fazer ajustes e utilizar a medida adequada do FCO para estimar os fluxos de caixa futuros, seja para fins de avaliação de empresas ou análises financeiras.

O entendimento da discricionariedade envolvida na DFC, além de permitir a comparação adequada entre empresas, possibilita o alinhamento da mensuração do FCO para que a consequente mensuração das *accruals* seja efetuada corretamente, quando se quer determinar o nível de gerenciamento de resultados. Outra implicação desse estudo refere-se à sua relevância para normatizadores, os quais podem emitir e/ou revisar normas contábeis em função das escolhas na DFC que as empresas brasileiras têm efetuado e o seu impacto.

Além disso, este trabalho possibilita o entendimento acerca da recomendação adicional do CPC em relação às IFRS, na tentativa de padronizar a apresentação da DFC, assim como ocorre nos USGAAP. Os resultados parecem indicar que tal recomendação não tem surtido efeito quando há interesse por uma apresentação mais favorável dos fluxos de caixa. Cientes desse cenário, os normatizadores poderão avaliar até que ponto é benéfico permitir ou não a flexibilidade de classificação na DFC. Já é possível perceber que o IASB tem limitado escolhas em outras áreas da contabilidade (como, por exemplo, a contabilidade de *joint arrangements*, instrumentos financeiros, arrendamentos mercantis, dentre outros). As evidências aqui trazidas podem indicar o mesmo caminho para a DFC.

Por fim, quando se menciona a utilização da flexibilidade de classificação na DFC como subsídio para um possível comportamento oportunista, trata-se da busca por evidências de, por exemplo, situações específicas, como o nível de endividamento, rentabilidade e porte, fatores identificados neste estudo. Todavia, não é possível afirmar que, em todos os casos com tais evidências identificadas, a liberdade de escolha foi utilizada para gerar a informação mais conveniente. Essa impossibilidade ocorre uma vez que pode haver situações de empresas que classificam os itens na DFC da forma considerada a mais correta no seu ponto de vista, independentemente do cenário econômico-financeiro em que se encontra, ou podem existir outros incentivos que influenciam essa escolha não explorados nesta pesquisa, como, por exemplo, oportunidade de crescimento, empresas em recuperação judicial e percentual de ações negociadas em bolsa no período, a serem analisados em futuras pesquisas. Adicionalmente, decisões de analistas poderiam ser consideradas em próximas pesquisas, a fim de trazer a perspectiva desses usuários das demonstrações financeiras na análise da DFC.

REFERÊNCIAS

- Baik, B., Cho, H., Choi, W., & Lee, K. (2016). Who classify interest payments as financing activities? An analysis of classification shifting in the Statement of Cash Flows at the adoption of IFRS. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 331-351.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Cabello, O. G., & Pereira, C. A. (2015). Efeitos das práticas de tributação do lucro na effective tax rate (ETR): uma abordagem da teoria das escolhas contábeis. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 356-373.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). *CPC-03 (R2). Demonstração dos Fluxos de Caixa*. Recuperado de <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=34>.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (2a. ed.). Hoboken, NJ: Wiley.
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091-1123.
- Estridge, J., & Lougee, B. (2007). Measuring free cash flows for equity valuation: Pitfalls and possible solutions. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(2), 60-71.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 255-307.
- Francis, J. (2001). Discussion of empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 309-319.
- Gordon, E. A., Henry, E., Jorgensen, B., & Linthicum, C. L. (2017). Flexibility in cash flow reporting classification choices under IFRS. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 839-872.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria básica*. Rio de Janeiro, RJ: Elsevier.
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 207-218.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 77-117.
- Lee, L. F. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. *The Accounting Review*, 87(1), 1-33.
- Lei n. 11.638/2007, de 28 de dezembro de 2007. (2007, 28 de dezembro). Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 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 de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976, 17 de dezembro). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.
- Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. (1995, 27 de dezembro). Altera a legislação do Imposto de Renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Recuperado de <http://www.normaslegais.com.br/legislacao/tributario/lei9249.htm>.
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 52-64.
- Maciel, F. F. S., Salotti, B. M., & Imoniana, J. O. (2017). Escolhas contábeis na demonstração dos fluxos de caixa no contexto do mercado de capitais brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(4), 194-211.
- Martínez, J. A., Martínez, F. G., & Diazaraque, J. M. M. (2011). Optional accounting criteria under IFRSs and corporate characteristics: Evidence from Spain. *Revista de Contabilidad*, 14(1), 59-85.
- Missonier-Piera, F. (2004). Economic determinants of multiple accounting method choices in a Swiss context. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 15(2), 118-144.
- Murcia, F. D.-R., Souza, M. M. de, Wuergues, A. F. E., & Duarte, G. (2013). Realização ou estorno da reserva de reavaliação: fatores determinantes da escolha das companhias abertas no Brasil após o advento da Lei 11.638/07. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(1), 112-133.
- Quagli, A., & Avallone, F. (2010). Fair value or cost model? Drivers of choice for IAS 40 in the real estate industry. *European Accounting Review*, 19(3), 461-493.
- Santos, A., & Lustosa, P.R.B. (1999). Juros e dividendos pagos: onde classificá-los na demonstração dos fluxos de caixa? *IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços*, 33(39), 1-7.
- Santos, A., & Lustosa, P.R.B. (2000). Recebimento de juros e dividendos na demonstração de fluxos de caixa: atividades operacionais ou de investimentos? *IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços*, 34(18), 1-6.
- Scott, W. R. (2014). *Financial accounting theory* (7a. ed.). Toronto: Pearson Education.
- Silva, D. M., Martins, V. A., & Lima, F. G. (2018). Escolhas contábeis na demonstração dos fluxos de caixa em companhias listadas no novo mercado da B3. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 143-165.
- Souza, P. C., Pinto, A. F., Nunes, F. M., & Lemes, S. (2019). Comparability of accounting choices in the statement of cash flow: Evidence from Brazil. *Contaduría y Administración*, 64(3), e106.
- Sunder, S. (1997). *Theory of accounting and control*. Stamford, CT: South-Western Cengage Learning.
- Watts, R. L. (1992). Accounting choice theory and market-based research in accounting. *The British Accounting Review*, 24(3), 235-267.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall Inc.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *Accounting Review*, 65(1), 131-156.

APÊNDICE A

Dados com ocorrências excluídos da amostra

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Inconsistência dos dados								
Companhia de Ferro Ligas da Bahia – FERBASA				1		1		2
Cr2 Empreendimentos Imobiliários S.A.		1						1
Daleth Participações S.A.					1			1
Desenvix Energias Renováveis S.A.					1			1
Fibam Companhia Industrial					1			1
Ideiasnet S.A.						1		1
João Fortes Engenharia S.A.				1				1
Log-In Logística Intermodal S.A.						1	1	2
Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.		1						1
PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações	1							1
Total	1	2		2	3	3	1	12
DFC não apresentada, ilegível ou incompleta								
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRAS					1			1
Companhia Energética de Pernambuco – CELPE						1		1
Companhia Energética de São Paulo – CESP		1						1
FG Holding International S.A.				1				1
Log-In Logística Intermodal S.A.				1				1
MAHLE Metal Leve S.A.				1				1
Metalúrgica Duque S.A.						1		1
Total		1		3	1	2		7

DFC = Demonstração dos Fluxos de Caixa.

Fonte: Elaborada pelos autores.

APÊNDICE B – DADOS DO MODELO A

Dados das variáveis do modelo A

Variáveis	Exercício	Média	n	Desvio padrão	Mediana
Variável dependente Diferença em reais entre o FCO divulgado e FCO encorajado dividida pelo valor do ativo total	2008	0,0081	64	0,05748	0,0000
	2009	0,0085	67	0,04024	0,0000
	2010	0,0014	70	0,05552	0,0100
	2011	0,0140	81	0,03467	0,0200
	2012	0,0102	89	0,02659	0,0100
	2013	0,0084	108	0,03030	0,0100
	2014	-0,0029	106	0,12704	0,0100
	Total	0,0065	585	0,06538	0,0100
Rentabilidade	2008	-3,7136	64	43,74277	2,7000
	2009	4,9388	67	10,92714	4,0000
	2010	4,7869	70	10,16828	4,3000
	2011	4,1981	81	8,89029	4,4000
	2012	0,3606	89	20,40381	2,8000
	2013	-3,7185	108	46,23418	2,8000
	2014	72,4019	106	749,50581	3,2000
	Total	13,8008	585	320,11134	3,3000
Endividamento	2008	69,8545	64	79,70254	58,3000
	2009	61,8191	67	57,81431	53,4000
	2010	64,7869	70	64,15549	55,4000
	2011	60,6677	81	43,69228	57,1000
	2012	62,5588	89	59,24189	57,0000
	2013	64,8224	108	63,80535	54,3500
	2014	63,6726	106	51,78391	57,3500
	Total	63,8967	585	59,78372	56,2000
Porte	2008	13,47	64	2,70	13,78
	2009	14,11	67	1,98	14,29
	2010	14,50	70	1,90	14,63
	2011	14,67	81	1,82	14,71
	2012	14,73	89	1,83	14,78
	2013	14,82	108	1,66	14,99
	2014	14,91	106	1,54	14,99
	Total	14,53	585	1,93	14,71

FCO = fluxo de caixa operacional.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Frequência da variável fluxo de caixa operacional (FCO) encorajado (modelo A)

FCO encorajado	Positivo n (%)	Negativo n (%)	Em branco n (%)	Total n (%)
2008	47 (27,5)	17 (9,9)	107 (62,6)	171 (100,0)
2009	55 (32,2)	12 (7,0)	104 (60,8)	171 (100,0)
2010	54 (31,6)	16 (9,4)	101 (59,1)	171 (100,0)
2011	59 (34,5)	22 (12,9)	90 (52,6)	171 (100,0)
2012	74 (43,3)	15 (8,8)	82 (48,0)	171 (100,0)
2013	85 (49,7)	23 (13,5)	63 (36,8)	171 (100,0)
2014	87 (50,9)	19 (11,1)	65 (38,0)	171 (100,0)
Total	461 (38,5)	124 (10,4)	612 (51,1)	1.197 (100,0)

Fonte: Elaborada pelos autores.

APÊNDICE C – DADOS DO MODELO B

Dados das variáveis do modelo B

Variáveis	Exercício	Média	n	Desvio padrão	Mediana
Rentabilidade	2008	-4,2227	94	44,82704	3,7500
	2009	4,0619	117	14,63133	5,0000
	2010	4,7793	162	11,29089	5,4500
	2011	4,1024	176	9,35835	4,5000
	2012	2,8272	193	9,20505	3,3000
	2013	-0,3005	199	34,65555	3,1000
	2014	41,5440	200	544,52614	3,3000
	Total	9,0878	1.141	228,97491	3,9000
Endividamento	2008	76,7962	94	75,71170	62,2500
	2009	74,9369	117	76,77536	59,8000
	2010	62,1357	162	46,13040	57,4400
	2011	61,9335	176	44,07944	57,9900
	2012	61,1641	193	30,35689	58,9000
	2013	63,4889	199	36,79917	57,5000
	2014	61,4030	200	24,88416	59,3000
	Total	64,5682	1.141	46,83927	58,5000
Porte	2008	14,09	94	1,92	14,38
	2009	14,18	117	1,83	14,21
	2010	14,57	162	1,70	14,59
	2011	14,83	176	1,67	14,90
	2012	14,95	193	1,56	15,04
	2013	15,03	199	1,56	15,12
	2014	15,06	200	1,55	15,21
	Total	14,76	1.141	1,69	14,90

Frequência das variáveis juros pagos e fluxo de caixa operacional (FCO) encorajado (modelo B)

Juros pagos	0 – FCO n (%)	1 – FCF n (%)	Em branco n (%)	Total n (%)
2008	53 (22,6)	41 (17,5)	140 (59,8)	234 (100,0)
2009	70 (29,9)	47 (20,1)	117 (50,0)	234 (100,0)
2010	101 (43,2)	61 (26,1)	72 (30,8)	234 (100,0)
2011	112 (47,9)	64 (27,4)	58 (24,8)	234 (100,0)
2012	119 (50,9)	74 (31,6)	41 (17,5)	234 (100,0)
2013	125 (53,4)	74 (31,6)	35 (15,0)	234 (100,0)
2014	123 (52,6)	77 (32,9)	34 (14,5)	234 (100,0)
Total	703 (42,9)	438 (26,7)	497 (30,4)	1.638 (100,0)
FCO encorajado	Positivo n (%)	Negativo n (%)	Em branco n (%)	Total n (%)
2008	72 (30,8)	22 (9,4)	140 (59,8)	234 (100,0)
2009	100 (42,7)	17 (7,3)	117 (50,0)	234 (100,0)
2010	131 (56,0)	31 (13,2)	72 (30,8)	234 (100,0)
2011	141 (60,3)	35 (15,0)	58 (24,8)	234 (100,0)
2012	158 (67,5)	35 (15,0)	41 (17,5)	234 (100,0)
2013	158 (67,5)	41 (17,5)	35 (15,0)	234 (100,0)
2014	166 (70,9)	34 (14,5)	34 (14,5)	234 (100,0)
Total	926 (56,5)	215 (13,1)	497 (30,4)	1.638 (100,0)

FCF = fluxo de caixa de financiamento; FCO = fluxo de caixa operacional.

Fonte: Elaborada pelos autores.