

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE ES

DÉCIO CHAVES RODRIGUES

**ENSAIOS SOBRE O FLUXO DE CAIXA E SEUS DIVERSOS USOS
PARA A CONTABILIDADE**

**VITÓRIA
2024**

DÉCIO CHAVES RODRIGUES

**ENSAIOS SOBRE O FLUXO DE CAIXA E SEUS DIVERSOS USOS
PARA A CONTABILIDADE**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – FUCAPE ES, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientadora: Prof.^a Dra. Neyla Tardin

**VITÓRIA
2024**

DÉCIO CHAVES RODRIGUES

**ENSAIOS SOBRE O FLUXO DE CAIXA E SEUS DIVERSOS USOS
PARA A CONTABILIDADE**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – FUCAPE ES, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 04 de novembro de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Profa. Dra. NEYLA TARDIN
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. TALLEs VIANNA BRUGNI
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. JORGE LUIZ DE SANTANA JUNIOR
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. TARCÍSIO PEDRO DA SILVA
Universidade Regional de Blumenau**

**Dr. RENAN FERREIRA DA SILVA
Sócio – Grupo Inovar Contabilidade**

Dedico este trabalho à minha esposa, Karina, que nunca me permitiu considerar qualquer alternativa que não fosse seguir em frente.

AGRADECIMENTOS

Meus olhos não se cansam de ver, mas, sem fé, a visão é turva. Agradeço a Deus por me mostrar um novo alento a cada dia.

Apresento minha mais sincera gratidão à minha orientadora, Profa. Dra. Neyla Tardin, pela sua perspicaz sabedoria, incentivo e confiança, fundamentais para a conclusão deste projeto.

Agradeço à FUCAPE e a todo o seu corpo dirigente e de colaboradores por nos proporcionarem um ambiente ímpar de desenvolvimento pessoal, acadêmico e profissional.

Aos professores com os quais tive a honra de conviver, expresso meu profundo agradecimento por partilharem suas vidas. Em especial, aos Professores Danilo Monte-mor, Edvan Soares, Emerson Mainardes, Fernando Galdi, Nádia Moreira, Sylvania Nossa e Talles Brugni. De uma maneira singular, vocês me desafiaram e me incentivaram.

Aos colegas do Doutorado, sou grato pela convivência e companheirismo. Não posso deixar de mencionar a amizade gratuita do Sérgio Reis (meu querido Serginho), Raquel Berger, André Vello e Marcos Rosa.

Aos meus familiares, agradeço o apoio e o apreço em relação às minhas escolhas. As primeiras lições que aprendi com os meus pais continuam a prevalecer em mim.

Agradeço às minhas filhas Natália e Mariana e à minha esposa Karina. Vocês continuam sendo fontes de amor, de inspiração e de vida, minha bússola e meu norte.

“a verdade não está nas histórias, mas nos livros de contabilidade”.

(Josephine Tey, *The Daughter of Time*, 1951, Freeditorial, p.90)

RESUMO

A partir da relevância e da utilidade das informações geradas pelos fluxos de caixa das empresas, esta tese analisa três aspectos proeminentes e atuais para a gestão e avaliação do comportamento das empresas. No Capítulo 2, um artigo tecnológico aborda a importância e a necessidade de informações gerenciais simplificadas e aderentes às necessidades de microempresários, considerando as características dos seus negócios. Propõe-se a utilização de relatórios simplificados baseados no fluxo de caixa para apresentar o resultado financeiro de forma direta e compreensível, incluindo informações prospectivas para apoio ao processo decisório. A simplificação é pertinente para prover aos gestores informações que norteiem a condução e perpetuidade dos negócios. No Capítulo 3, um artigo científico discute como o fluxo de caixa é utilizado para avaliar o efeito da governança corporativa na alocação de recursos obtidos com economias tributárias. O risco dos fluxos de caixa adicionais economizados com a adoção de planejamentos tributários é reduzido pela governança corporativa, ao oportunizar a implementação de escolhas tributárias eficientes. Avaliando a alocação desses fluxos adicionais a partir de um modelo de fluxo de caixa, verificou-se que, em média, as empresas os utilizam de forma diferente dos demais fluxos operacionais, direcionando-os para a manutenção de saldos de caixa mais elevados. A governança corporativa altera a utilização desses recursos, mas mantém o direcionamento da maior parcela para manutenção de saldos de caixa, diferente da hipótese formulada, que previa um maior direcionamento a investimentos ou distribuição de dividendos. A prudência na utilização dos recursos economizados reflete, possivelmente, o impacto da complexidade do ambiente tributário no processo decisório da empresa. No Capítulo 4, também em um artigo científico, avalia-se o impacto da adoção de práticas ESG na distribuição de dividendos, utilizando um modelo de fluxo de caixa. Partindo da contraposição entre a teoria da primazia do acionista e a teoria dos stakeholders e considerando a ampla literatura sustentando que a adoção do ESG melhora a performance da empresa, busca-se avaliar se este melhor desempenho é distribuído ao acionista sob a forma de dividendos. Os resultados indicaram que, em média, os acionistas são contemplados com a melhoria da performance econômico-financeira da empresa.

Palavras-chaves: fluxo de caixa; microempresas; governança corporativa; ESG.

ABSTRACT

Given the relevance and utility of information generated by companies' cash flows, this thesis examines three prominent and current aspects of management and evaluation of corporate behavior. In Chapter 2, a technical paper addresses the importance and necessity of simplified managerial information that aligns with the needs of small business, considering the characteristics of their businesses. It proposes the use of simplified cash flow-based reports to present financial results in a direct and understandable manner, including forward-looking information to support decision-making processes. Simplification is pertinent to providing managers with information that guides the conduct and sustainability of their businesses. In Chapter 3, a scientific paper discusses how cash flow is utilized to evaluate the effect of corporate governance on the allocation of resources obtained from tax savings. The risk associated with additional cash flows saved through tax planning is mitigated by corporate governance, which facilitates the implementation of efficient tax choices. By assessing the allocation of these additional flows using a cash flow model, it was found that, on average, companies use them differently from other operational flows, directing them towards maintaining higher cash balances. Corporate governance alters the use of these resources but continues to direct the majority towards maintaining cash balances, contrary to the formulated hypothesis, which anticipated a greater focus on investments or dividend distribution. The prudence in using saved resources likely reflects the impact of the complexity of the tax environment on the company's decision-making process. In Chapter 4, also in a scientific paper, the impact of adopting ESG practices on dividend distribution is evaluated using a cash flow model. Contrasting the shareholder primacy theory with the stakeholder theory and considering the extensive literature supporting that ESG adoption enhances company performance, the paper seeks to determine whether this improved performance is distributed to shareholders in the form of dividends. The results indicated that, on average, shareholders benefit from the improved economic and financial performance of the company.

Keywords: cash flow; small business; corporate governance; ESG

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO GERAL	10
POR QUE OS CONTADORES DEVEM UTILIZAR O FLUXO DE CAIXA COMO MÉTRICA GERENCIAL PARA MICROEMPRESAS	16
1 UM NEGÓCIO DE R\$ 2,8 TRILHÕES	17
2 UMA BÚSSOLA PARA NAVEGAR EM ALTO MAR	18
3 CALIBRANDO A BÚSSOLA	22
4 APONTANDO PARA O NORTE	23
5 CONFERINDO O RUMO	27
6 EM BUSCA DO PORTO SEGURO	30
REFERÊNCIAS	33
INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALOCAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA OBTIDO COM A ECONOMIA DE IMPOSTOS	34
1 INTRODUÇÃO	35
2 REVISÃO DA LITERATURA	39
2.1 GESTÃO TRIBUTÁRIA E ALOCAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA.....	39
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E ALOCAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA...42	
3 METODOLOGIA	47
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	47
3.2 DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA E MODELO EMPÍRICO.....	48
3.3 VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	51
3.4 INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	53
3.5 EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO.....	54
4 RESULTADOS	56
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	56
4.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO DE ALOCAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA.....	62
4.2.1 Alocação dos fluxos de caixa	63
4.2.2 Alocação dos fluxos de caixa pelas empresas com maior nível de governança	65

4.2.3 Alocação dos fluxos de caixa pelas empresas com menor nível de governança	67
4.3 EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO	69
5 CONCLUSÃO	75
REFERÊNCIAS	77
ANÁLISE DO IMPACTO DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS ESG NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS UTILIZANDO UM MODELO DE FLUXO DE CAIXA	90
1 INTRODUÇÃO	91
2 REVISÃO DA LITERATURA	97
3 METODOLOGIA	104
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	104
3.2 DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA E MODELO EMPÍRICO.....	104
3.3 VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	108
4 RESULTADOS.....	110
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	110
4.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO	114
5 CONCLUSÃO	120
REFERÊNCIAS	122
CONCLUSÃO GERAL.....	128

Capítulo 1

INTRODUÇÃO GERAL

O fluxo de caixa, em finanças, remete à movimentação de entrada e saída de recursos do caixa de uma empresa. É uma ferramenta utilizada na gestão contábil e financeira, na avaliação de empresas, na avaliação de projetos específicos da empresa e em pesquisas, fornecendo informações sobre a geração e utilização de recursos. Apesar da sua importância, utilidade e longa história na contabilidade, a divulgação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), que é o relatório contábil emitido para evidenciar as movimentações ocorridas no caixa, passou a ser exigida formalmente há pouco mais de 30 anos nos Estados Unidos (Thompson & Buttross, 1988) e nos países que adotam IFRS. No Brasil, mesmo sendo recomendada desde o final do século passado, a DFC tornou-se obrigatória há pouco mais de 10 anos, com a edição do Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa, pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), baseado na norma internacional de contabilidade IAS 7, emitida pelo International Accounting Standards Board (IASB).

A partir das possibilidades advindas da estrutura, utilidade e informações disponibilizadas pelo fluxo de caixa, esta tese apresenta três estudos em diferentes áreas da contabilidade. O **primeiro** estudo, desenvolvido no formato de artigo tecnológico, aborda a necessidade de informações gerenciais simplificadas e de mais fácil compreensão para administradores e sócios de microempresas, sugerindo um modelo de relatório gerencial para apoiar a gestão destes negócios.

As microempresas, mesmo apresentando características diferentes de negócios maiores, lidam com o mesmo padrão de relatórios contábeis, cujo

entendimento e análise foge da compreensão ou da habilidade dos seus gestores, que não possuem vivência ou formação específica para lidar com tal padrão de informações. Como resultado, verifica-se para este público específico, uma menor utilidade dos relatórios contábeis.

Nesse contexto, é apresentado um modelo simplificado de relatório gerencial baseado nas informações do fluxo de caixa, levando a gestores e proprietários um conjunto de informações financeiras que propiciam um entendimento direto dos números e suas implicações. O objetivo é propor aos contadores a elaboração de um modelo de apresentação e análise do resultado baseado na movimentação do caixa da empresa, gerando informações gerenciais compreensíveis e com maior utilidade para gestores menos especializados ou menos familiarizados com a contabilidade.

Espera-se que, ao fornecer informações gerenciais de mais fácil compreensão a empresários e administradores, além dos demonstrativos regulares, estas possam ser integralmente utilizadas na gestão do negócio, evidenciando a importância da contabilidade como ferramenta gerencial.

O **segundo** estudo, sob a forma de artigo científico, apresenta uma análise compreendendo aspectos tributários e de governança corporativa das empresas, sob a ótica de fontes e usos de fluxos de caixa, com o objetivo de identificar se a governança corporativa influencia a alocação do fluxo de caixa resultante da economia de impostos obtidas pelas empresas brasileiras de capital aberto.

Para Scarpa e Signori (2023), o planejamento tributário é relevante para a sociedade, pois afeta o montante de impostos pagos, que financiam as atividades do Estado. Para Dyreng et al. (2017), as empresas são bem-sucedidas em seus planejamentos tributários, economizando impostos e gerando fluxos adicionais de

caixa, cabendo verificar se, por conta do eventual risco de contestação, utilizam estes recursos da mesma maneira que os demais obtidos em suas operações.

Buscando mitigar os riscos dos planejamentos tributários, as empresas procuram seguir a estrutura conceitual do planejamento eficiente de Scholes e Wolfson (1992), considerando todas as partes, todos os tributos e todos os custos. Vello e Martinez (2014) consideram que a eficiência do planejamento tributário é mais bem alcançada com práticas de governança. Rego e Wilson (2012) enfatizam que alinhando os mecanismos de governança e os interesses dos acionistas, o fluxo de caixa adicional obtido com a economia de impostos será direcionada aos acionistas.

Na literatura, há evidências da relação positiva entre economia tributária e investimentos (Khurana et al., 2018; Marchesi & Zanoteli, 2020) e entre governança corporativa e distribuição de dividendos (Peixoto & Santos, 2016), mas não está determinado se os recursos adicionais obtidos com a economia tributária são direcionados para investimentos, distribuição de dividendos ou outro uso qualquer.

Para responder estas questões, buscou-se identificar se as empresas utilizam as economias tributárias de forma semelhante aos demais recursos e qual o impacto da governança na utilização deste caixa adicional. O cenário brasileiro mostrou-se oportuno para este estudo pela concentração de controle das empresas, suscitando questões de governança, pelos padrões de governança ainda em evolução, e pelo panorama tributário complexo (Brugni et al., 2013; Gomes et al., 2021).

Partindo da literatura financeira desenvolvida por Chang et al. (2014), utilizou-se um modelo de fluxo de caixa para estimar como as empresas utilizam os fluxos de caixa das atividades normais e da economia tributária. Os resultados mostraram que, em média, os fluxos são utilizados de maneira diferente e as economias tributárias

não são necessariamente direcionadas para investimentos ou dividendos pelas empresas com práticas mais avançadas de governança.

Este estudo fornece evidências de como a governança afeta o uso das economias tributárias obtidas pelas empresas, sendo de interesse para formuladores de políticas tributárias e de crédito, investidores, auditores, pesquisadores e demais interessados. Também destaca uma maneira de avaliar práticas empresariais por meio da análise do fluxo de caixa e suas informações.

No **terceiro** e último estudo, apresentado sob a forma de artigo científico, utilizou-se novamente o fluxo de caixa para ampliar o entendimento relacionado às práticas corporativas inerentes ao uso do caixa, tendo como objetivo identificar as relações entre adoção de práticas ESG e seu efeito na utilização dos fluxos de caixa, com ênfase na análise da distribuição de dividendos.

A adoção de práticas ESG implica, de acordo com Sheehan et al. (2023), na redução dos danos à sociedade, redução da poluição e desperdício, atenção aos empregados, aos consumidores e ao impacto na sociedade. Estudos apontam que a adoção de práticas ESG pode ser decorrente da melhor performance financeira da empresa, que ao dispor de recursos, pode fazer investimentos em tecnologias e processos, buscando reduzir o impacto ambiental, oferecendo produtos seguros, melhorando questões relacionadas à força de trabalho, suportando os custos iniciais e objetivando resultados a longo prazo (Saini et al., 2023; Edmans, 2023; Burzillo et al., 2023). Outras pesquisas apoiam que a adoção de práticas ESG pode estar relacionada ao melhor desempenho das empresas (Chasiotis et al., 2020; Xie et al., 2019). Verifica-se uma possível relação entre ESG e desempenho, mas não está claro quem é o beneficiário da melhor performance obtida pela empresa ao adotar práticas ESG: os acionistas ou os demais stakeholders.

Duas teorias se propõem a identificar os eventuais beneficiários da melhor performance de empresas com práticas ESG mais desenvolvidas. A teoria da primazia do acionista prevê que a este é direcionado o resultado da empresa (Friedman, 1962). Já a teoria dos stakeholders aduz que os resultados adicionais, advindos da adoção de mecanismos ESG, devem ser endereçados às demais partes interessadas, incluindo a comunidade, governos, força de trabalho, consumidores e outros agentes (Freeman & McVea, 2001).

As diferentes visões, de acordo com Gregory (2022), vêm direcionando pesquisas relacionadas a ESG e seus efeitos nas empresas. Algumas pesquisas avaliaram a adoção de práticas ESG e a distribuição de dividendos, encontrando uma relação positiva (Cheung et al., 2018; Erdas & Simões, 2020; Rakotomavo, 2012), apesar da aparente contraposição entre as teorias da primazia do acionista e dos stakeholders.

Nesse cenário, parece adequado explorar as informações do fluxo de caixa, buscando inferências sobre o comportamento econômico-financeiro das empresas com níveis mais elevados de práticas ESG e o direcionamento dos eventuais resultados advindos desta melhor performance. Este estudo avaliou se os resultados da melhor performance das empresas decorrente da adoção de práticas ESG são direcionados ao acionista por meio da distribuição de dividendos, verificando como as empresas alocam o fluxo de caixa marginal advindo do melhor desempenho, analisando o mercado brasileiro, uma economia emergente onde as empresas a cada dia aumentam o seu envolvimento com ESG (Bolzani, 2022).

Analisando o comportamento dos fluxos de caixa, com base em Chang et al., (2014), buscou-se identificar as diferenças no uso e obtenção de recursos entre empresas que adotam ESG e aquelas que não adotam ou o fazem em um nível mais

baixo, enfatizando a distribuição de dividendos. Com base nos resultados estatísticos encontrados, verificou-se que, em média, as empresas que adotam práticas ESG distribuem maiores percentuais do seu fluxo de caixa na forma de dividendos.

Os resultados permitem aos acionistas e demais interessados avaliar o alinhamento da adoção das práticas ESG aos seus interesses. Também contribui para um melhor entendimento dos efeitos das atividades ESG sobre o fluxo de caixa, já que outras pesquisas se dedicaram a aspectos relacionados ao risco (lucratividade e menor exposição ao risco de cauda) e à redução do custo de capital (Giese et al., 2019; Gregory, 2022).

Os artigos a seguir abordam aspectos do fluxo de caixa e evidenciam a sua utilidade e informatividade. Análises e diagnósticos retrospectivos e prospectivos podem ser obtidos, resultando em informações contábeis, financeiras e gerenciais importantes para compreender o comportamento das empresas e nortear gestores, investidores e todos os demais stakeholders.

CAPÍTULO 2

POR QUE OS CONTADORES DEVEM UTILIZAR O FLUXO DE CAIXA COMO MÉTRICA GERENCIAL PARA MICROEMPRESAS

RESUMO

As microempresas são pequenos negócios que respondem por uma parcela relevante da economia. Caracterizam-se por apresentarem valores menores de faturamento anual, estrutura administrativa reduzida e pouca familiaridade dos seus gestores com relatórios contábeis. Esses gestores, embora reconheçam a importância dos relatórios contábeis, têm dificuldade em utilizá-los de maneira adequada por não compreenderem totalmente as informações, ora devido ao nível de educação desses administradores, ora falta de tempo ou ainda pela complexidade da informação. Este artigo tecnológico propõe a utilização de relatórios gerenciais simplificados, baseado no fluxo de caixa dessas empresas, para apresentarem um resultado financeiro de forma direta e compreensível, servindo de base ao processo decisório e entregando valor e utilidade mais perceptíveis aos gestores. Usando uma estrutura com elementos que em grande parte são encontrados na Demonstração dos Fluxos de Caixa - DFC, os relatórios propostos apresentam as movimentações de caixa passadas e futuras, permitindo a análise retrospectiva e prospectiva da gestão e destacando os aspectos financeiros em detrimento dos aspectos econômicos e patrimoniais das microempresas (já devidamente retratados nas demonstrações contábeis formais). Em pequenos negócios, com faturamentos individuais menos expressivos, os aspectos financeiros são mais acentuados. São também evidentes as relações financeiras diretas entre a empresa e os proprietários, merecendo ênfase a mensuração dos fluxos aqui chamados de societários. No conjunto, as simplificações são necessárias para fornecer aos gestores, carentes das informações que não conseguem extrair dos demonstrativos contábeis, relatórios gerenciais que os norteiem na condução e perpetuidade dos seus negócios.

Palavras-chave: fluxo de caixa; microempresas; relatório gerencial.

1 UM NEGÓCIO DE R\$ 2,8 TRILHÕES

Considerando o valor do PIB brasileiro de 2022, as micro e pequenas empresas representaram um negócio de R\$ 2,8 trilhões. Dados do Ministério da Economia¹ informam que as micro e pequenas empresas participam com 30% do PIB e com 78% do número de empregos formais. Em maio de 2020, totalizavam aproximadamente 17,3 milhões de empresas, conforme dados divulgados pelo SEBRAE.²

No contexto das micro e pequenas empresas, a exigência legal da escrituração contábil reforça a importância dos registros contábeis para, entre outros usos e necessidades, representar a situação econômica, financeira e patrimonial dessas empresas, orientar o processo de gestão e servir de base para análises e estimativas do desempenho empresarial. Destaca-se, contudo, o *trade-off* “complexidade – utilidade” no uso da escrituração e dos demonstrativos contábeis pelos gestores das microempresas, comumente menos especializados ou menos familiarizados com a contabilidade, mesmo considerando as regras contábeis mais simples às quais as microempresas estão submetidas.

De maneira geral, a adoção da legislação fiscal prevalece para a maioria das microempresas, limitando-se à escrituração do livro caixa, em detrimento da escrituração contábil completa; além disso, a utilização da informação contábil é percebida como útil apenas para empresas com gestores mais experientes ou com

¹ Entrevista concedida pelo Secretário Especial de Produtividade e Competitividade do Ministério da Economia, Alexandre Iwata, à Agência Brasil, em 24.10.2022. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2022-10/micro-e-pequenas-empresas-aumentam-participacao-na-economia-brasileira#:~:text=As%20micro%20e%20pequenas%20empresas,e%20riquezas%20produzidas%20no%20pa%C3%ADs>. Acessado em 24.11.2022.

² Dados obtidos no DataSebrae: <https://datasebrae.com.br/totaldeempresas-11-05-2020/>. Acessado em 24.11.2022.

maior grau de escolaridade (Fernandes & Fernandes 2016; Santos et al., 2016; Anjos et al., 2012).

O objetivo deste manuscrito é propor aos contadores um modelo gerencial de apresentação e análise do resultado financeiro que forneça suporte de valor para microempreendedores, baseado nos fluxos de caixa da empresa, gerando informações mais compreensíveis e com maior utilidade para gestores menos especializados ou menos familiarizados com a contabilidade.

A relevância deste trabalho reside (a) na necessidade de informações de mais fácil compreensão pelos empresários e gestores das microempresas, além dos demonstrativos regulares, possibilitando-os a utilização destas informações na gestão do negócio e, (b) na importância dos contadores oferecerem a este público tais informações, e, ao mesmo tempo, evidenciar a importância da contabilidade e do contador, favorecendo a aproximação necessária entre o contratante e o prestador dos serviços.

2 UMA BÚSSOLA PARA NAVEGAR EM ALTO MAR³

A contabilidade, assim como uma bússola para um navio, norteia e induz o sucesso das microempresas oferecendo um leque de informações e serviços entre os quais podemos destacar: (a) a manutenção de registro das transações financeiras, incluindo receitas, despesas e demais fluxos de caixa relevantes para monitoramento e gestão financeira; (b) cumprimento de obrigações legais, fiscais e trabalhistas, assegurando a regularidade do negócio; (c) melhor acesso a financiamentos por

³ Inspirado em Marion, J. C. (2010) Contabilidade básica. 10. Ed. São Paulo: Atlas: “uma empresa sem boa Contabilidade é como um barco, em alto-mar, sem bússola, totalmente à deriva”.

apresentar registros detalhados e consistentes da empresa; (d) proteção legal em eventuais disputas e litígios comerciais ou societários, entre outros.⁴

Por outro lado, reconhecendo a relevância dos pequenos negócios e atendendo a um mandado constitucional, os legisladores aprovaram um regime tributário simplificado e opcional para as micro e pequenas empresas, o Simples Nacional, o qual classifica como microempresas aquelas com faturamento anual bruto de até R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais). Para as empresas optantes pelo novo regime, a lei substituiu a obrigatoriedade da escrituração contábil pela escrituração do livro-caixa, mas, vale frisar, a dispensa é exclusivamente para fins tributários. Assim, a escrituração dos livros Diário, Razão, e a elaboração das Demonstrações Contábeis deixaram de ser obrigatórias apenas para fins fiscais, mas continuam sendo exigidas para os demais fins, conforme previsão expressa no Código Civil, na Lei das S.A. e nas Normas Brasileiras de Contabilidade.

As microempresas correspondem a organizações empresariais com estruturas societárias simples e flexíveis, reduzido arcabouço administrativo e atuação direta dos proprietários (gestores) que, via de regra, demonstram pouca familiaridade com relatórios contábeis, sendo-lhes estranho as terminologias, princípios e normas técnicas, como por exemplo, regime de competência, materialidade, diferenças temporais, critérios de mensuração e avaliação, valor justo, *impairment* e outros (Leone, 1999; Kos et al., 2014).

Diversos usuários externos das informações contábeis das microempresas contribuem indiretamente para a sua menor utilização ao requererem outros relatórios

⁴ Baseado em normas e princípios divulgados pelo IFRS (<https://www.ifrs.org/>) e pelo CFC (<https://cfc.org.br/noticias/contador-conheca-as-normas-de-contabilidade-voltadas-para-as-micro-e-pequenas-empresas/>).

ou demonstrativos. Por exemplo, o fisco e as instituições financeiras se apoiam em relatórios de faturamento para tributação e análises de crédito respectivamente. O poder judiciário ao analisar disputas e litígios envolvendo questões societárias ou sucessórias nas microempresas, repetidamente solicita a intervenção de um perito contábil para a elaboração da apuração de haveres.

A regulação contábil prevê um conjunto de procedimentos simplificados a ser adotado pelas microempresas, mas ainda assim compreende aspectos com alguma complexidade, envolvendo técnicas, julgamentos e mensurações contábeis. A simplificação não implicou necessariamente em maior facilidade de entendimento e utilidade das informações para gestores menos especializados ou menos familiarizados com a contabilidade, reduzindo apenas as exigências que recaem sobre o profissional da contabilidade. Para esses, a linguagem, apresentação e metodologia contábil continuam sendo desafiadoras, notadamente quando precisam extrair informações gerenciais necessárias à condução dos negócios.

A utilização de relatórios contábeis na gestão financeira ocorria em apenas 23% das micro e pequenas empresas⁵, e ainda, 35% delas não faziam uso de relatórios contábeis⁶. A Figura 1 auxilia na compreensão deste comportamento, ao apresentar o nível de compreensão e utilização da informação contábil pelos microempreendedores, que embora reconhecendo a sua importância, têm dificuldade em utilizá-la de maneira adequada por não a compreenderem totalmente, seja devido

⁵ Estudo realizado pelo SEBRAE em parceria com o IBQP (2017): "Gestão Financeira nas Micro e Pequenas Empresas - uma análise dos fatores que influenciam a utilização de instrumentos financeiros". Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/RJ/Anexos/Gest%C3%A3o%20Financeira%20nas%20Micro%20e%20Pequenas%20Empresas%20-%20IBQP%20e%20Sebrae.pdf>.

⁶ Estudo realizado pela FGV (2018): "Mapeamento das Micro e Pequenas Empresas no Brasil". Disponível em: https://portalibre.fgv.br/sites/portalibre.fgv.br/files/estudos/mapeamento_mpesas.pdf.

ao nível de educação destes empresários, pela falta de tempo ou ainda pela complexidade da informação 1 (Kos et al., 2014).

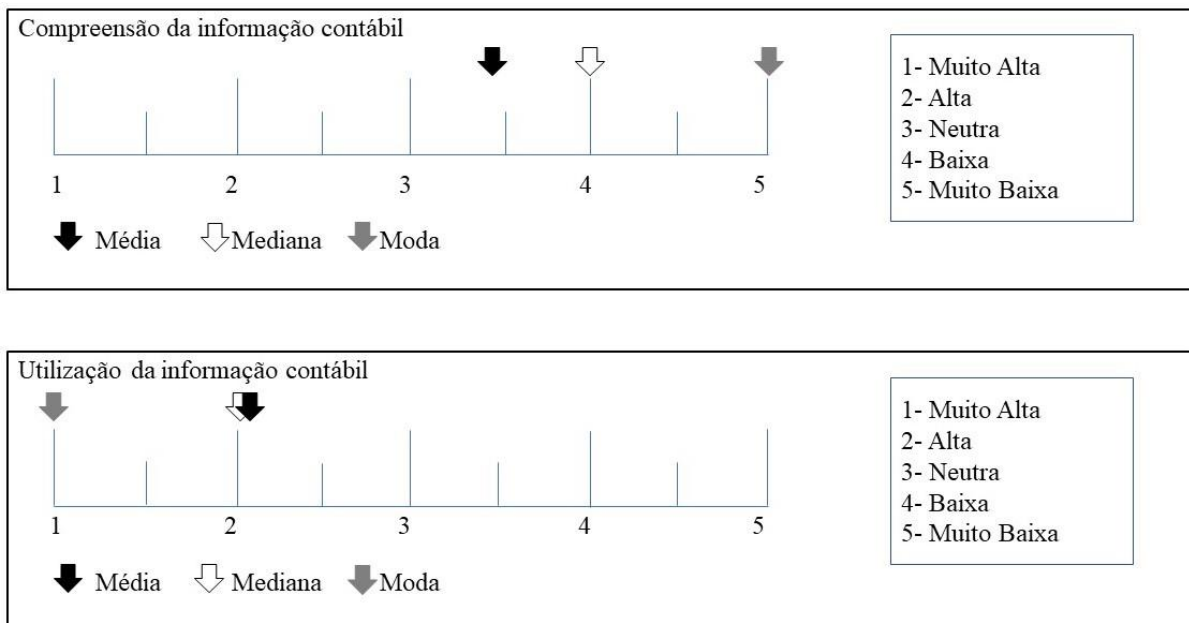


Figura 1: Compreensão da informação contábil por gestores de microempresas
Fonte: Kos, Espejo & Anjos (2014)

Analisando as informações apresentadas, parece haver uma carência de oferta a estes gestores de ferramentas gerenciais adequadas, compreensíveis e por consequências úteis, reduzindo a distância entre as suas necessidades e as informações produzidas pela contabilidade. Considerando que a qualidade dos serviços contábeis é promotora da construção de parcerias com gestores, pressupondo um profissional inovador, com visão consultiva e com conhecimento do cliente e das suas necessidades, cabe ao contador promover a oferta de relatórios gerenciais que aproximem os números do negócio à compreensão intuitiva dos gestores, expondo a elevada utilidade da contabilidade e norteando a tomada de decisão (Mainardes et al., 2022).

3 CALIBRANDO A BÚSSOLA

Calibrar uma bússola fazendo com que aponte para o norte magnético do planeta garante precisão, confiabilidade e torna a informação útil. É o que se propõe ao sugerir a elaboração e utilização de relatórios construídos a partir do fluxo de caixa da empresa como métrica para apoio a gestão e ao processo decisório nas microempresas, sempre de forma adicional e complementar aos demais relatórios contábeis.

A utilização de relatórios baseados no fluxo de caixa da empresa em relação ao uso das demonstrações contábeis tradicionais prioriza aspectos de finanças em detrimento dos aspectos econômicos do resultado da empresa. Esta questão é acentuada em empresas que apresentam grandes diferenças temporárias decorrentes da aplicação do regime de competência, mesmo considerando que ao longo do tempo o fluxo de caixa e o lucro tendem a se igualar pela “realização” destas diferenças. Não parece, contudo, ser significativo para as microempresas onde os aspectos financeiros tendem a ser mais relevantes do que os aspectos patrimoniais e econômicos. De toda sorte, para enfrenar esta questão, os relatórios propostos deverão incluir fluxos de caixa futuros já contratados, evidenciando as diferenças temporárias mais significativas nas microempresas, na sua maioria, representadas por compras e vendas a prazo.

No mesmo sentido, as microempresas possuem menores valores de ativos, menores valores de depreciação e, pela natureza e porte dos negócios, incorrem em menores valores de provisões e de diferimentos, deixando evidente a prevalência do aspecto financeiro em relação aos aspectos patrimonial e econômico. A tendência é de que nestas empresas tais rubricas sejam menos relevantes, havendo maior

aproximação entre o lucro econômico e o resultado financeiro (caixa) da empresa, desde que sejam também considerados os fluxos futuros de caixa já contratados (contas a pagar e contas a receber, por exemplo).

Ao segregar o fluxo de caixa da empresa em categorias, de forma análoga, mas não exatamente igual à Demonstração dos Fluxos de Caixa, obtém-se uma classificação das informações que favorecem a sua interpretação e análise, aumentando o seu valor informativo e a sua utilidade. Neste caso o que se propõe é classificar as atividades em cinco categorias de fluxos de caixa, que são o fluxo operacional, o fluxo de investimento, o fluxo financeiro, o fluxo societário e o fluxo da tesouraria, fornecendo elementos de gestão e análise nas diversas frentes do negócio.

Métricas de gestão baseadas no caixa, seus fluxos passados e futuros são mais intuitivas, portanto, mais compreensíveis e mais valorizadas pelo empreendedor pouco familiarizado com a contabilidade. A melhor compreensão dos registros favorece a gestão do negócio e propicia maior envolvimento do gestor com a contabilidade, resultando adicionalmente na valorização do contador e dos serviços por ele prestados. Para esta categoria de clientes de serviços contábeis, o saldo de caixa apresentado junto com as futuras entradas e saídas de caixa já contratadas, pode fazer mais sentido do que o lucro apurado na demonstração de resultados. Neste contexto, a simplificação é a chave para ampliar a utilidade das informações contábeis.

4 APONTANDO PARA O NORTE

A métrica proposta prevê a utilização primordial das informações obtidas na escrituração do caixa e seus fluxos futuros, que servirão como base para a elaboração de relatórios gerenciais e de resultados financeiros a serem apresentados aos

gestores. Para obter informações mais compreensíveis e úteis, os lançamentos do caixa deverão ser classificados em uma das categorias propostas, possibilitando a consolidação dos valores por tipo de utilização do caixa.

A segmentação do caixa por atividade disponibilizará informações úteis que favorecerão o gerenciamento da empresa, permitindo aos gestores identificar a utilização futura e pretérita do caixa. Esta metodologia exigirá a atuação contínua do contador na elaboração e análise dos dados junto aos interessados.

Em linhas gerais, cada segmentação abrange as seguintes operações: o fluxo operacional compreende o conjunto de operações relacionadas às atividades da empresa, como recebimento por vendas ou prestações de serviços, pagamentos pela aquisição de insumos, mercadorias para revenda, despesas, etc.; o fluxo de investimento compreende as operações de aquisição de máquinas, equipamentos, bens e utensílios, etc.; o fluxo financeiro está relacionado à obtenção e ao pagamento de financiamentos; o fluxo societário compreende as operações de capitalização da empresa pelos sócios, bem como o recebimento de lucros ou outros valores; o fluxo da tesouraria compreende as demais operações que reflitam movimentações financeiras e que não puderem ser classificadas nas anteriores.

Para ilustrar os relatórios gerenciais baseados no fluxo de caixa da empresa, apresentamos a seguir uma microempresa hipotética, com atividade comercial, constituída em 01.01.X0. com capital integralizado de \$50, que ao final do exercício de X1, apresentou os seguintes saldos e transações:

Vendas à vista	\$ 330
Venda a prazo (recebimento em 30 dias)	\$ 30
Compras à vista	\$ 195
Despesas pagas	\$ 60

Despesas a pagar (pagamento em até 30 dias)	\$ 8
Investimentos (depreciação 10% ao ano)	\$ 40
Distribuição antecipada de lucros	\$ 24

Para esta empresa, o Livro Caixa consolidado por trimestre, se apresentaria conforme a Tabela 1 abaixo:

TABELA 1: LIVRO CAIXA CONSOLIDADO POR TRIMESTRE

Livro Caixa				
Ano X1	Saldo Inicial	Entradas	Saídas	Saldo Final
1TX1	50	60	103	7
2TX1	7	90	64	33
3TX1	33	90	76	47
4TX1	47	90	76	61

Obs.: O total de entradas equivale ao valor das vendas à vista e o total das saídas corresponde às compras, despesas, investimentos e distribuição de lucros.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Considerando a segmentação proposta para os registros do livro caixa, o relatório gerencial a ser apresentado aos gestores da microempresa traria as informações conforme apresentado na Tabela 2 abaixo:

TABELA 2: LIVRO CAIXA POR ATIVIDADE

Livro Caixa por Atividade				
Ano X1	Saldo Inicial	Entradas	Saídas	Saldo Final
Financeiro	0	0	0	0
Investimento	0	0	40	-40
Operacional	0	330	255	75
Societário	50	0	24	26
Tesouraria	0	0	0	0
Total	50	330	319	61

Fonte: Elaborado pelo autor.

A segmentação do livro caixa por atividade evidencia as origens de caixa e suas aplicações, mostrando de forma direta ao gestor ou ao empresário quais foram as fontes e os usos dos recursos, em linguagem simples e apresentação clara.

Uma limitação do livro caixa é não apresentar as exigências ou disponibilidades futuras de recursos. Para enfrentar esta limitação é que se propõe a elaboração, em

conjunto com o livro caixa segmentado por atividade, do relatório de fluxos futuros de caixa. Para que o relatório de fluxos futuros de caixa mantenha um adequado nível de informatividade, a sua apresentação deve ser feita por atividade considerando o curto prazo (até um ano) e o longo prazo. A Tabela 3 apresenta o fluxo de caixa futuro de curto prazo, por atividade.

TABELA 3: FLUXOS FUTUROS DE CAIXA CP POR ATIVIDADE

Fluxos Futuros de Caixa CP por Atividade					
Ano X2	Saldo Inicial	Entradas Previstas	Saídas Previstas	Saldo Final	
Financeiro	0	0	0	0	
Investimento	0	0	0	0	
Operacional	0	30	8	22	
Societário	0	0	0	0	
Tesouraria	0	0	0	0	
Total	0	30	8	22	

Fonte: Elaborado pelo autor.

O fluxo de caixa futuro de curto prazo também deve ser apresentado consolidando os pagamentos e recebimentos por trimestre. A Tabela 4 apresenta o fluxo futuro de caixa de curto prazo, consolidado por trimestre.

TABELA 4: FLUXOS FUTUROS DE CAIXA CP POR TRIMESTRE

Fluxos Futuros de Caixa CP					
AnoX2	Saldo Inicial	Entradas	Saídas	Saldo Final	
1TX2	0	30	8	22	
2TX2	22	0	0	22	
3TX2	22	0	0	22	
4TX2	22	0	0	22	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os fluxos de caixa futuros de longo prazo, aqueles com prazo superior a um ano, devem ser apresentados da mesma forma que os fluxos futuros de curto prazo.

Os fluxos futuros de caixa permitem aos gestores conhecerem a real liquidez dos seus negócios, reduzindo a limitação do fluxo de caixa em evidenciar eventos financeiros futuros. Ademais, ao analisarmos os relatórios em conjunto construímos a

ideia do resultado financeiro baseado no caixa do negócio, conforme apresentado na Tabela 5:

TABELA 5: RESULTADO FINANCEIRO DISPONÍVEL

Resultado Financeiro Disponível	
Saldo de caixa	61
Saldo Fluxos Futuros Curto Prazo	22
Saldo Fluxos Futuros Longo Prazo	0
Resultado Final	83

Fonte: Elaborado pelo autor.

O resultado financeiro é o valor do saldo final de caixa, incluindo os equivalentes caixa, acrescidos dos saldos positivos ou negativos dos futuros fluxos de caixa. A depender das taxas de juros e de inflação, da significância econômica e dos prazos dos fluxos futuros de caixa, o contador pode sugerir o desconto destes valores a valor presente.

Os relatórios gerenciais elaborados utilizando a métrica dos fluxos de caixa passados e futuros oferece uma visão singular e simplificada da empresa, evidenciando as origens e os usos de caixa, além do resultado financeiro compreendendo obrigações e direitos futuros. Além do mais apresenta informações mais próximas do conhecimento comum, não exigindo maiores conhecimentos contábeis para sua interpretação.

5 CONFERINDO O RUMO

Os dados apresentados acima, apesar de serem hipotéticos e simplificados, não se distanciam dos dados de uma microempresa com atividade comercial. Desta forma, apresentamos na Tabela 6 a comparação entre o resultado financeiro apurado com base nos fluxos de caixa e aquele apurado na Demonstração do Resultado do Exercício, conforme as normas contábeis vigentes. Em seguida, apresentamos o ajuste entre os dois métodos.

TABELA 6: COMPARAÇÃO E AJUSTE DO RESULTADO

Resultado Financeiro - Ano X1		DRE - Ano X1	
Saldo de Caixa	61	Receitas	360
		CMV	-195
Saldo Fluxos Futuros CP	0	Lucro Bruto	165
		Despesas	-68
Saldo Fluxos Futuros LP	22	Depreciação	-4
Resultado Final	83	Lucro Líquido	93
		Distribuição Antecipada dos Lucros	-24
		Lucros Disponível	69

Ajuste - Resultado Financeiro x DRE

Resultado Financeiro	83
Fluxo Societário	-26
Investimento	40
Depreciação	-4
Saldo	93

Fonte: Elaborado pelo autor.

O lucro líquido contábil apurado foi de \$93. Considerando as distribuições antecipadas de lucro ocorridas durante o exercício, o valor disponível do lucro é de \$69, ante o valor de \$83 apurado pela métrica do fluxo de caixa. A divergência entre o lucro líquido contábil e o valor apurado pela métrica do fluxo de caixa é explicada pelas diferenças temporárias surgidas da aplicação do regime de competência e eventuais saldos de caixa que não transitam pela DRE. O ajuste entre um valor e outro pode ser feito excluindo do Resultado Financeiro Final o Fluxo Societário e adicionando o Fluxo de Investimentos deduzido da depreciação ($\$83 - \$26 + (\$40 - \$4) = \$93$).

Para o gestor pouco familiarizado com a contabilidade, torna-se complexo identificar “onde está” o lucro contábil de \$93 (ou \$69, após deduzir a distribuição antecipada de lucros), na medida em que não entende a alocação contábil dos valores. No entanto, ao olhar para o resultado financeiro, compreenderá de pronto que dispõe de \$61 imediatamente e mais \$22 no próximo trimestre para dar continuidade

ao seu negócio. E ao analisar o relatório de Fluxo de Caixa por Atividades, poderá identificar que parte do montante disponível se originou dos recursos próprios alocados no negócio e que ainda realizou investimentos ao longo do exercício.

A simplificação proposta, longe de substituir as demonstrações contábeis, até porque não é este o objetivo deste artigo tecnológico, propicia informações diretas e intuitivas para estes gestores e abre o caminho para, em conjunto com o contador, buscar melhor compreensão e entendimento dos relatórios contábeis formais.

Algumas considerações precisam ser feitas. Primeiro, o relatório proposto apresenta semelhanças com a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC - CPC 03), inclusive utilizando a mesma nomenclatura para algumas categorias de fluxos de caixa. Entretanto não são iguais, diferindo nos objetivos, na forma de elaboração, no conteúdo e nos resultados apresentados.

Em segundo lugar, o relatório apresenta o resultado financeiro do negócio, baseado na movimentação do caixa, incluindo os valores futuros a pagar e receber, sendo um conjunto de informações intuitivas e compreensivas para o público específico que se propõe atender.

Terceiro, a simplificação proposta na apuração e apresentação deste resultado financeiro vai ao encontro da necessidade dos gestores das microempresas, consolidando as informações de forma que possa ser entendida e utilizada sem a necessidade de conhecimentos técnicos mais avançados.

Quarto, apesar do fluxo de caixa ser amplamente utilizado no mundo corporativo, as microempresas não dispõem de um relatório simplificado que apresente todos os aspectos financeiros das suas operações e possa ser facilmente entendido e utilizado.

Quinto, cabe frisar a inclusão do Fluxo Societário no modelo proposto, considerando que nestas empresas a capitalização e descapitalização do negócio é um procedimento dinâmico e frequente (basta olhar as demonstrações contábeis destas empresas onde poderá ser verificada a existência de elevados saldos na conta caixa - distribuições de lucros não contabilizadas adequadamente - e valores de empréstimos obtidos junto aos sócios ou partes relacionadas - aportes de capital).

Sexto, a obtenção dos relatórios poderá ser feita diretamente nos ERP utilizados pelas empresas de serviços contábeis, bastando para isso, ajustar a numeração paramétrica das contas contábeis para que identifiquem a qual fluxo o lançamento deve ser direcionado. Feito isso, o próprio ERP poderá gerar o relatório ou exportar os dados para serem tratados por planilhas eletrônicas ou por *scripts* simplificados desenvolvidos em qualquer linguagem de programação.

Por fim, apesar de proposto para microempresas, o relatório pode ser utilizado para outras empresas que apresentem as mesmas características e necessidades.

6 EM BUSCA DO PORTO SEGURO

Discutiu-se neste manuscrito os aspectos relacionados às exigências contábeis que recaem sobre as microempresas. As exigências atuais, mesmo reduzidas quando comparadas àquelas das demais empresas, ainda apresentam complexidades, resultando em informações de entendimento mais complexo e menos intuitivo para os gestores.

Ao mesmo tempo, perfilhou-se a qualidade e utilidade das informações produzidas pelos padrões contábeis atuais e a imprescindibilidade de informações de tal natureza na gestão de empresas de qualquer porte, incluindo as microempresas.

Constata-se ao mesmo tempo a relevância da atuação do profissional da contabilidade na produção, disponibilização e análise de informações úteis para gestores.

Vislumbrou-se um *trade-off* desafiando as microempresas: por um lado, a necessidade de informações contábeis para nortear os negócios; por outro lado, a complexidade e o distanciamento por parte dos gestores das informações produzidas que se mostram pouco intuitivas e de difícil compreensão.

Como proposta, apresentou-se uma métrica para apuração do resultado financeiro para esta categoria de empresas, baseado nos fluxos de caixa passados e futuros da empresa. A metodologia pressupõe a elaboração de relatórios gerenciais de menor complexidade. Também apresenta características como maior intuitividade na análise e entendimento das informações pelos gestores de microempresas.

Estas características proporcionam impactos positivos no desenvolvimento das atividades contábeis e de gestão da microempresas, destacando:

- valorização da contabilidade: ao apresentar um conjunto de informações de compreensão mais intuitiva, os gestores passam a utilizá-las, reconhecendo a importância da contabilidade na elaboração de relatórios gerenciais adequados às suas necessidades;

- valorização do profissional contábil: ao incumbir-se de atividades que apoiam gestores e empresários, o contador assume uma postura consultiva, passando a ser mais solicitado e valorizado pelos seus clientes;

- melhoria da gestão: os gestores terão ao alcance informações intuitivas, de mais fácil compreensão, facilitando o processo de tomada de decisão. Poderão contar também com apoio mais efetivo do profissional de contabilidade;

- informações adequadas para os usuários: considerando as limitações de tamanho das microempresas os relatórios gerenciais propostos, constituídos pelo fluxo de caixa segregado por atividades e fluxo de caixa futuro, entregam informações gerenciais contemplando aspectos financeiros, operacionais, societários e de investimento para gestores, sócios e demais usuários das informações.

Os benefícios identificados compreendem um conjunto de vantagens que apontam para a adoção da métrica proposta. Vale repetir que as microempresas, via de regra, são negócios pequenos, com estrutura societária, patrimonial e gerencial simplificadas onde prevalecem questões financeiras sobre aspectos patrimoniais e econômicos. Simplificar relatórios para suprir estes pequenos negócios com informações gerenciais úteis pode colaborar para a longevidade destes empreendimentos.

REFERÊNCIAS

- Anjos, L., Miranda, L., Silva, D., Freitas, A. (2012). Uso da contabilidade para obtenção de financiamento pelas micro e pequenas empresas: Um estudo a partir da percepção dos gestores. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 86-104. <https://doi.org/10.4270/ruc.20128>
- Fernandes, B. A.O. F., & Fernandes, J. W. N. (2016) Escrituração dos fatos contábeis das pequenas e médias empresas do Estado do Pará: Uma análise com os profissionais de contabilidade. *Revista Paraense de Contabilidade*, 1(1). <https://crcpa.org.br/revistaparaense/index.php/crcpa/article/view/11>
- Kos, S. R., Espejo, M. M. D. S. B., Raifur, L., & Anjos, R. P. (2014). Compreensão e utilização da informação contábil pelos micro e pequenos empreendedores em seu processo de gestão. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(3),35-50. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i3.21069>
- Leone, N.M.C.P.G. (1999) As especificidades das pequenas e médias empresas. *Revista de Administração FEA/USP*, 34(2),91-94. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/18123/as-especificidades-das-pequenas-e-medias-empresas/i/pt-br>
- Mainardes, E. W., & Vieira, V. A., Rodrigues, Décio C. (2022). *Manual da Qualidade de Serviços em Escritórios de Contabilidade*. Letramento.
- Santos, M. A. C., Anjos, L. C. M., Cavalcante, P. R. N., & Monte, P. A. do. (2016) ITG 1000, Risco de Detecção e Informação Contábil: Uma Análise Teórica sobre a Relação Custo versus Benefício para as Microempresas e Empresas de Pequeno Porte. *Brazilian Business Review*, 13(3),50-71. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.3.3>

Capítulo 3

INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ALOCAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA OBTIDO COM A ECONOMIA DE IMPOSTOS

RESUMO

Neste artigo, o fluxo de caixa é utilizado para abordar o efeito da adoção de políticas de governança corporativa na alocação dos recursos obtidos com economias tributárias. As empresas obtêm economias na adoção de planejamentos tributários, cujos recursos são considerados mais arriscados por serem passíveis de questionamento por parte das autoridades fiscais, sugerindo maior cautela na sua alocação. A partir de um modelo de fluxo de caixa ancorado na literatura de finanças, verificou-se a utilização dada a esses recursos e, mais ainda, qual o impacto da adoção de políticas de governança corporativa nesta utilização. Os resultados encontrados, a partir de uma amostra de empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3), sugerem que, em média, as empresas em geral utilizam os recursos obtidos com a economia tributária de maneira diferente dos demais recursos oriundos das suas atividades, direcionando-os para a manutenção de saldos de caixa mais elevados. Por outro lado, esperava-se que a adoção de políticas de governança corporativa, que pressupõem uma redução do risco inerente aos recursos obtidos com a economia tributária, direcionasse essas economias para investimentos eficientes ou maior distribuição de dividendos. Tal hipótese não pôde ser comprovada, verificando que, apesar de alocarem os recursos de forma distinta das demais empresas, aquelas que apresentaram maior nível de adoção de práticas de governança corporativa também utilizaram a maior parcela da economia para a manutenção de saldos de caixa mais elevados. Os resultados sugerem uma parcimônia na utilização dos recursos obtidos com economias tributárias, possivelmente pela relevância das questões externas à empresa, como exemplo a complexidade do ambiente tributário.

Palavras-chave: fluxo de caixa; governança corporativa; planejamento tributário.

1 INTRODUÇÃO

A geração e alocação do fluxo de caixa é um desafio para gestores e empresas (Green & Kerr, 2016), que buscam novas fontes de caixa para investimentos, pagamento de dívidas, distribuição de dividendos, aumento do capital próprio e manutenção de caixa como reserva estratégica (Chien et al., 2020). As empresas se utilizam de planejamentos tributários buscando economizar caixa, sujeitando estas economias a um maior risco de serem contestadas pelas autoridades tributárias. No Brasil, segundo Costa e Klann (2023), as autuações relacionadas a tributos federais sobre grandes empresas aumentaram de R\$ 55 bilhões para R\$ 141 bilhões entre 2010 e 2020, o que pode indicar maior agressividade tributária e maior risco sobre as economias obtidas. As economias tributárias podem ser direcionadas para investimentos eficientes (Khurana et al., 2018; Marchesi & Zanoteli, 2020), enfrentamento de restrições financeiras (Edwards et al., 2016) e pagamento de dividendos por empresas com práticas maduras de governança corporativa (Souza et al., 2016).

Apesar do risco adicional atribuído a esta economia sugerir maior cautela na sua utilização, a adoção de práticas de governança corporativa pode mitigar o risco ao conferir às empresas a adoção de planejamentos tributários eficientes, menos sujeitos à contestação (Vello & Martinez, 2014). A governança corporativa alinha interesses dos investidores e protege seus retornos por meio de um conjunto de regras e mecanismos que orientam as decisões dos gestores, minimizando conflitos de agência (Shleifer & Vishny, 1997; Larcker et al., 2007; Jensen & Meckling, 1976). Assim, os acionistas, por serem os reclamantes residuais da empresa (Rego & Wilson, 2012), podem ser os destinatários da economia, indiferentemente da sua distribuição como dividendos ou reinvestimentos (Miller & Modigliani, 1961) que protejam o capital

por meio da criação de valor e evitem o conflito de agência (Hlel et al., 2020). Para Kovermann e Velte (2019), mecanismos eficazes de governança levam as empresas a um nível ideal de agressividade tributária onde os benefícios superam os riscos. Além disso, incentivos de governança limitam a agressividade, impedindo que os gestores extraiam benefícios próprios com os recursos indevidamente economizados (Wang et al.; 2020).

Segundo Dyreng et al. (2017), as empresas são bem-sucedidas na economia de impostos ao adotarem planejamentos tributários, o que pode ter impulsionado pesquisas voltadas à identificação e avaliação dos comportamentos, determinantes e consequências relacionados a agressividade tributária, como identificado por Martinez (2017). No entanto, ainda são poucos os estudos que detalham a alocação dos fluxos de caixa adicionais obtidos por meio de economia tributária, especialmente no contexto brasileiro. A ausência de uma análise específica sobre esta alocação e de como as práticas de governança corporativa influenciam esses usos, considerando os riscos diferenciados dos fluxos de caixa, revela uma lacuna na literatura. O ambiente corporativo brasileiro, caracterizado por uma alta concentração de capital e controle e por uma estrutura tributária complexa (Brugni et al., 2013; Gomes et al., 2021) intensifica a necessidade de investigações que examinem esses aspectos.

Este estudo identifica o impacto da governança corporativa na alocação do caixa adicional proveniente de economias tributárias, avaliando se a adoção de práticas de governança influencia o uso dos fluxos de caixa obtidos com a economia de impostos, considerando o nível de risco associado a esses recursos.

Para avaliar esta questão, utilizou-se uma abordagem baseada em Chang et al. (2014), que permite estimar a alocação dos recursos gerados internamente. A metodologia divide fluxo de caixa das operações em duas partes, uma, o uso do caixa

relacionado a economia tributária, e a outra, a relacionada ao uso do caixa normal ou caixa antes do pagamento dos impostos. A partir de um conjunto de equações obtém-se coeficientes que capturam o uso de ambas as partes do fluxo de caixa. Mantendo o fluxo de caixa normal constante, o sistema de equações permite estimar o quanto a redução nos pagamentos de impostos afeta outros usos de caixa (Guenther et al., 2020). Os resultados encontrados mostram evidências de que para cada unidade monetária oriunda do fluxo de caixa normal, 24,3% foram utilizados na aquisição de ativos, 7,6% foram direcionados para aplicações financeiras de longo prazo, 9,6% foram distribuídos como dividendos e outros 9,6% foram mantidos em caixa. Já os recursos obtidos com a economia tributária foram direcionados para aquisição de ativos (23,3%), aplicações financeiras de longo prazo (7%), pagamento de dividendos (8,9%) e mantidos em caixa (13,7%), sugerindo maior cautela na sua utilização. Para as empresas com maior governança, a utilização de cada unidade monetária do fluxo de caixa antes dos impostos e do fluxo de caixa obtido com a economia tributária foram assim distribuídas, respectivamente: aquisição de ativos permanentes, 8,8% e 9,4%; aplicações financeiras de longo prazo, 11,7% e 15,1%; dividendos, 40,2% e 29,4%; manutenção de saldo de caixa, 15,8% e 22,8%.

Os resultados indicam que há, nas empresas com práticas mais elevadas de governança, uma tendência de maior cautela no uso dos recursos obtidos com a economia tributária, devido ao risco implícito, como observado por Hanlon et al. (2017) e Dyreng et al. (2019). Parte destas economias são destinadas à manutenção de caixa e ao pagamento de dividendos, coerente com os resultados de pesquisas como as de Jiraporn et al. (2011) e Kanojia e Bhatia (2022). Este trabalho se justifica pelo interesse para formuladores de políticas tributárias e de crédito, auxiliando na definição de indicadores, escopo e periodicidade de auditorias tributárias externas e sua conexão

com auditorias internas, e na análise da utilização dos fluxos de caixa, necessidades de créditos e capacidade de liquidação de dívidas. Justifica-se também para pesquisadores, que poderão conectar assuntos ou aplicar a mesma metodologia para temas relacionados, para analistas e investidores em geral que poderão avaliar o impacto da adoção de políticas de governança que alinhe incentivos entre a administração e acionistas, além de outros aspectos relacionados à geração de valor para a empresa, decorrente da melhor utilização dos fluxos de caixa.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 GESTÃO TRIBUTÁRIA E ALOCAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

Os tributos representam um componente expressivo nas despesas corporativas, tornando a economia tributária obtida por meio da adoção de planejamentos tributários, uma fonte significativa de recursos (Dyrenge et al., 2017). O planejamento tributário consiste em um conjunto de atividades estruturadas em consonância com a legislação e objetiva a redução da carga tributária, devendo os custos e riscos serem superados pelos benefícios (Wang et al., 2020; Vello & Martinez 2014; Scholes & Wolfson, 1992). A adoção de planejamentos que desafiam a interpretação da lei pode resultar em contestação por parte das autoridades tributárias, sugerindo um comportamento de agressividade tributária (Hanlon & Heitzman, 2010; Martinez, 2017) que, por si, não evidencia práticas legais ou ilegais. Lietz (2013) propôs a escala cinzenta do planejamento tributário, que classifica as atividades de acordo com sua legalidade, desde totalmente legais até as que desafiam a interpretação das leis. Logo, os fluxos de caixa obtidos com a economia tributária podem estar sujeitos a maior incerteza se relacionados a maior agressividade, podendo ser cobrados no futuro pelas autoridades, acrescidos de penalidades (Hanlon et al., 2017; Dyrenge et al., 2019) e resultando em custos superiores à economia obtida, exigindo cautela das empresas na utilização destes recursos.

Todavia, os fluxos de caixa oriundos de planejamentos tributários totalmente legais, não estarão sujeitos à mesma incerteza (Guenther et al., 2020), evidenciando uma dificuldade adicional em observar se tais recursos são resultantes de atividades relacionadas ou não à maior agressividade tributária. Os estudos iniciais sobre agressividade tributária foram direcionadas aos seus determinantes e às

consequências sobre as economias obtidas (Shackelford & Shevlin 2001; Wang et al., 2020), havendo evidências da manutenção das economias para fazer frente à incerteza implícita na sua origem. Hanlon et al. (2017), reportaram a manutenção de saldos de caixa elevados por empresas sujeitas a maior incerteza sobre suas posições tributárias. Outras pesquisas sugerem que empresas com restrições financeiras utilizam a economia de impostos como uma relevante fonte de caixa (Campbell et al., 2021; Edwards et al., 2016).

A alocação do caixa gerado internamente, incluindo aquele obtido com economia tributária, está entre as decisões mais importantes nas empresas (Chien et al., 2020), podendo os recursos serem utilizados para pagamento de dividendos, aumento do caixa, aumento no investimento e outros. Várias pesquisas analisaram a relação entre agressividade tributária e destinações das economias além da manutenção de saldos em caixa, identificando relações estatísticas significativas com o aumento nos investimentos (Green & Kerr, 2016; Marchesi & Zanoteli, 2020; Marques et al., 2020), aquisições (Edwards et al., 2016) e distribuição de dividendos (Blouin & Krull, 2009; Rosito, 2022).

A política de dividendos está entre as principais questões das finanças modernas (Ed-Dafali, Patel & Iqbal, 2023), destacando-se duas correntes teóricas neste tema. A teoria da irrelevância dos dividendos, de Miller e Modigliani (1961), defende que o pagamento de dividendos não afeta o preço das ações, sendo o valor da empresa determinado pela política de investimentos e retorno dos ativos; para os investidores é indiferente se os lucros advêm da distribuição de dividendos ou do ganho de capital. Já a teoria do pássaro na mão, cujos precursores foram Lintner (1962) e Gordon (1963), sugere que os investidores preferem receber dividendos para reduzir a incerteza sobre o retorno do investimento. Pesquisas subsequentes (Brav et

al., 2005; Ramalingegowda et al., 2013) evidenciaram um impacto negativo dos dividendos sobre os investimentos, sugerindo uma competição entre tais usos de caixa. Brav et al (2005) identificou que os gestores preferiam manter o pagamento de dividendos em detrimento de investimentos com VPL positivo para evitar quedas no preço das ações.

Quanto à manutenção de saldos de caixa mais elevados, uma análise sistemática empreendida por Cruz et al. (2019) verificou na literatura que o investimento no caixa está negativamente associado a dificuldades financeiras, o que pode ser entendido como a empresa utilizando os fluxos de caixa para pagar dívidas e compromissos de curto prazo. Palazzo (2012) observa que o grau de risco dos fluxos de caixa cria um motivo adicional para precauções em economizá-los. Assevera que a política de retenção de caixa se apoia no *trade-off* entre pagar dividendos no presente ou economizar o caixa para evitar custos futuros elevados de financiamento externo.

No que se refere ao aumento no investimento, Myers e Majluf (1984) alegam que o fluxo de caixa interno, por ser mais barato que fontes externas, pode ser um determinante do investimento, levando as empresas a restringirem o pagamento de dividendos para destinar os recursos a investimentos de menor monta, aumentando a folga financeira. Já Silva et al. (2019) sugerem que as empresas com piores práticas de governança buscam aumentar suas reservas ao invés de investirem seus aumentos de fluxos de caixa, devido enfrentarem maior restrição financeira e maior risco de liquidez. Para Ha (2019) empresas com fluxos de caixa mais arriscados tendem a reter estes recursos para obter maior liquidez, levando os investidores, à luz da teoria dos custos de agência do fluxo de caixa livre (Jensen, 1986), a descontarem o valor do caixa quando exposto ao risco de serem desperdiçados em benefícios

privados dos gerentes. Podem-se incluir neste contexto os fluxos de caixa obtidos com a economia tributária que, segundo Guenther et al. (2020), e Dyreng et al. (2019), são mais arriscados que os demais fluxos de caixa, pois estão sujeitos à incerteza devido a possível exigência de reembolso pelas autoridades tributárias.

Diante das possibilidades concorrentes do uso do caixa gerado com a economia de impostos e da incerteza sobre o eventual reembolso aos órgãos de fiscalização, não está claro se as empresas utilizam estas economias para qualquer finalidade e do mesmo modo que utilizam os demais fluxos de caixa (Guenther et al., 2020), ou ainda, se procuram retê-lo devido ao risco adicional envolvido. Neste contexto, tem-se a seguinte hipótese:

H1: As empresas utilizam os fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos de maneira diferente dos demais fluxos, direcionando-os para aumentar as reservas de caixa.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E ALOCAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

Segundo Denis (2001) a governança corporativa é um conjunto de mecanismos institucionais e de mercado que levam os gestores a maximizarem os fluxos de caixa residuais da empresa em prol de seus acionistas. Aduz que o principal ponto relacionado à governança advém da existência de problemas potenciais associados à separação entre propriedade e controle, aspecto evidenciado de forma relevante para a evolução dos estudos sobre o tema por Jensen e Meckling, ao publicarem em 1976 um tratado sobre a teoria da empresa, aplicando a teoria da agência às corporações modernas. A governança corporativa impacta a empresa de diversas maneiras e sob diferentes aspectos. Por exemplo, pode proporcionar uma melhor

alocação dos recursos (Allen, 2005) quando é focada nos stakeholders; facilitam o acesso ao capital (Talamo, 2011); explicam melhor o desempenho financeiro (Grove et al., 2011) e apresentam maior probabilidade de gerar valor para os acionistas, em especial na presença de mecanismos de acompanhamento do conselho (Monks, 2002) e de mitigação dos custos de agência relacionados ao descasamento dos interesses de acionistas minoritários e *blockholders* (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2011).

Kovermann e Velte (2019) identificaram grupos de aspectos ligados à governança que podem originar conflitos caso não estejam adequadamente estabelecidos, como por exemplo, alinhamento de incentivos entre administração e acionistas, composição do conselho, estrutura de propriedade e outros. Jensen (1993) explicita quatro categorias básicas de mecanismos de governança: regulatórios, de controle interno, de controle externo e concorrência no mercado. Os mecanismos são implantados para a redução ou eliminação de conflitos que implicam em custos de agência, visando privilegiar os acionistas, direcionando a eles o fluxo de caixa residual ou maximizando o valor da empresa. Os potenciais conflitos entre gestores e proprietários recaem, segundo Denis (2001), sobre três questões: (i) o desejo dos gestores de continuarem gerindo as empresas, podendo causar conflitos caso fique claro para os acionistas que há outros gestores que poderão entregar mais valor; (ii) a aversão dos gestores ao risco gerencial, diferente do acionista que pode ter seu risco diversificado e portanto disposto a assumir mais risco em um determinado investimento; e (iii) o fluxo de caixa livre.

De acordo com a teoria dos custos de agência do fluxo de caixa livre (Jensen, 1986), a utilização desse fluxo residual pode ser fonte de conflitos entre gestores e proprietários. Após quitar dívidas, pagar dividendos e realizar investimentos, pode não

ser interessante, do ponto de vista do acionista, manter estes recursos à disposição do gestor, que pode aplicá-lo em investimentos que não alcancem o retorno desejado. Por seu lado, o gestor deve preferir manter os recursos à sua disposição, conferindo-lhe maior poder e prestígio. Este conflito pode ser potencializado quando o fluxo de caixa livre se torna ainda maior devido à economia de impostos. Rochmah et al. (2020) concluíram em sua pesquisa que o fluxo de caixa livre tem efeito significativo e positivo na política de dividendos. La Porta et al. (2000) propuseram duas hipóteses sobre dividendos e custo de agência: a "hipótese do resultado" preconiza que a adoção das melhores práticas de governança levam as empresas a pagarem mais dividendos, evitando a manutenção de caixa em excesso e restringindo possíveis benefícios privados da administração; a "hipótese da substituição" indica que empresas com governança fraca e em ambientes cujos direitos dos acionistas sejam limitados, paguem dividendos mais altos como uma substituição da má governança, buscando manter um bom relacionamento com os acionistas e acesso a capital externo. Chang et al. (2018) indicaram que as empresas com melhor governança pagam mais dividendos, ainda que essa relação seja pronunciada em países com baixa proteção aos direitos dos acionistas.

Além do aumento da distribuição de dividendos, espera-se que empresas com boas práticas de governança invistam seus fluxos de caixa com eficiência. Um investimento é considerado eficiente quando o seu VPL é positivo e ineficiente, quando não são aproveitadas as oportunidades de investimentos eficientes (subinvestimento) ou quando são realizados projetos com o VPL negativo (sobreinvestimento) (Biddle et al., 2009). Existem abordagens que explicam a ineficiência do investimento, incluindo a teoria da agência (Lei & Chen, 2019), que o atribui aos conflitos de agência resultantes de assimetria de informações, como risco

moral e seleção adversa (Bimo et al., 2022). A administração possui mais informações sobre os investimentos do que os acionistas, podendo usar essa assimetria informacional para selecionar investimentos que resultem em benefícios próprios (Suman & Singh, 2021), adotando uma postura oportunista ao priorizar sua própria prosperidade em detrimento da prosperidade dos acionistas nas decisões de investimento (Jensen & Meckling, 1976; Suman & Singh, 2021).

Empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a alinhar os objetivos dos acionistas com os da administração, inclusive mitigando o risco dos fluxos de caixa adicionais obtidos com o menor pagamento de impostos. Por isso, espera-se que estas empresas utilizem estes fluxos de maneira diferente da utilização por empresas com fraca governança, aumentando a distribuição de dividendos e aplicando os recursos em investimentos eficientes, levando a segunda hipótese da pesquisa:

H2: A adoção de práticas de governança corporativa impacta a utilização dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos, direcionando-os para o pagamento de dividendos ou investimentos eficientes.

Para testar ambas as hipóteses, foi utilizada uma abordagem da literatura de finanças que permite estimar como cada unidade monetária do fluxo de caixa da empresa é usado (Chang et al. 2014). Nesta abordagem, o fluxo de caixa operacional é dividido em duas parcelas: a primeira relacionada ao menor pagamento de impostos e a segunda, é o fluxo de caixa antes de pagar o imposto. A alocação das parcelas é inferida por meio de regressões separadas onde os diversos usos do caixa são as variáveis dependentes. As variáveis independentes são o valor do imposto pago e o valor do fluxo de caixa antes do imposto. A variação no imposto pago permite ao sistema de equações estimar o quanto a redução no pagamento do imposto afeta os

usos do caixa. Em seguida foi identificada a influência da adoção de práticas de governança corporativa nestes usos, verificando diferenças porventura existente no uso dos fluxos de caixa entre subamostras de empresas com maior ou menor adoção destas práticas.

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Para desenvolvimento desta pesquisa foram utilizados os dados de empresas brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores do Brasil (B3). Os dados foram coletados nas bases de dados da Economatica® (dados cadastrais e dados do ativo, passivo, patrimônio líquido e demonstração de resultados), Comdinheiro (total dos impostos informados na DVA) e no portal da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (dados das demonstrações dos fluxos de caixa). Para informações sobre ADR's, *proxy* para adoção de políticas de governança corporativa, foi utilizada a base de dados do J.P.Morgan (www.adr.com). A amostra inicial incluiu as observações de 2010 a 2022. O início do período corresponde ao momento da adoção das regras internacionais de contabilidade no Brasil.

Após a combinação dos dados a amostra inicial apresentou 6.322 observações empresas/ano. Foram excluídas empresas ligadas a serviços financeiros e seguros (282 observações empresas/ano) pois estas seguem regulamentações específicas e poderiam distorcer os dados e os resultados. Também foram excluídas as observações com valor negativo para a variável *LAIR*, que é o lucro antes dos impostos sobre a renda, já que o modelo trata apenas empresas que obtiveram resultado positivo (957 observações empresas/ano). Por último foram excluídas as observações para as quais não foi possível calcular a variável *FCOIR3*, que é o fluxo de caixa operacional antes dos impostos para três anos (3.386 observações empresas/ano) e ainda as observações para as quais não foi possível calcular as variáveis de controle (217 observações empresas/ano).

A base de dados, disposta em painel, com 1.480 observações, contém o conjunto de informações elegíveis de acordo com os critérios acima para tratamento estatístico.

3.2 DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA E MODELO EMPÍRICO

A pesquisa estimou como as empresas utilizam o fluxo de caixa adicional obtido com a economia de impostos, ou seja, a utilização dada para cada unidade monetária economizada com o menor pagamento de impostos e o impacto da governança corporativa nesta utilização. Partindo da equação básica do fluxo de caixa, baseada na demonstração dos fluxos de caixa, e seguindo Chang et al. (2014) e Guenther et al. (2020), tem-se:

$$FCO + FCI + FCF = VCX ,$$

em que *FCO* é o fluxo de caixa das operações, *FCI* é o fluxo de caixa de investimentos, *FCF* é o fluxo de caixa de financiamentos e *VCX* é a variação líquida de caixa. Considerando as principais aplicações e fontes de caixa, pode-se reescrever a equação. O *FCI* representa usos de caixa, podendo ser subdividido no resultado líquido dos investimentos em ativos tangíveis e intangíveis e no resultado líquido dos investimentos em títulos e aplicações financeiras de longo prazo com características de investimento. Outro uso de caixa relevante é o pagamento de dividendos aos acionistas, que pode ser apresentado no *FCF*.

Por último, um dos usos comuns do caixa é a manutenção de saldos disponíveis em caixa ou equivalentes caixa. Como principais fontes de caixa tem-se o *FCO*, os recursos de terceiros obtidos através de empréstimos, financiamentos e

emissão de títulos representativos de dívida e o aumento do capital próprio.

Reescreveu-se a equação do fluxo de caixa da seguinte forma:

$$CLAP + RAFL + DIVP + VCX - VD - VE = FCO \quad (1)$$

A equação (1) apresenta os usos e fontes do fluxo de caixa operacional (FCO), que inclui a compra líquida de ativo permanente ($CLAP$), resgate ou aplicação financeira líquida ($RAFL$), dividendos pagos ($DIVP$), variação líquida de caixa (VCX), financiamentos líquidos obtidos (VD) e aumento líquido de capital (VE). Para verificar como o caixa relacionado à economia dos impostos é utilizado, adicionou-se o valor do imposto pago (IR) ao FCO para se obter o fluxo de caixa operacional antes do imposto ($FCOIR$); para manter a igualdade da equação, acrescentou-se mais um uso do FCO , que é o próprio IR , obtendo a equação (2):

$$CLAP_t + RAFL_t + DIVP_t + VCX_t - VD_t - VE_t + IR_t = FCO_t + IR_t \quad (2)$$

Reorganizou-se a equação (2) para que o IR fique do lado direito, conforme abaixo:

$$CLAP_t + RAFL_t + DIVP_t + VCX_t - VD_t - VE_t = FCOIR_t - IR_t \quad (3)$$

Ainda com base em Chang et al. (2014) e Guenther et al. (2020), construiu-se um conjunto de regressões dos diferentes usos de caixa no fluxo de caixa operacional antes do imposto ($FCOIR$) e no imposto pago (IR), além da inclusão das variáveis de controle, obtendo-se as equações abaixo:

$$CLAP_{i,t} = \alpha^{CLAP} + \beta^{CLAP} FCOIR_{i,t} + \gamma^{CLAP} (-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{CLAP} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$RAFL_{i,t} = \alpha^{RAFL} + \beta^{RAFL} FCOIR_{i,t} + \gamma^{RAFL} (-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{RAFL} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$DIVP_{i,t} = \alpha^{DIVP} + \beta^{DIVP} FCOIR_{i,t} + \gamma^{DIVP} (-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{DIVP} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$VCX_{i,t} = \alpha^{VCX} + \beta^{VCX} FCOIR_{i,t} + \gamma^{VCX} (-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{VCX} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$VD_{i,t} = \alpha^{VD} + \beta^{VD}FCOIR_{i,t} + \gamma^{VD}(-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{VD}X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

$$VE_{i,t} = \alpha^{VE} + \beta^{VE}FCOIR_{i,t} + \gamma^{VE}(-1 \times IR_{i,t}) + \delta^{VE}X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

em que X é o vetor das variáveis de controle e ε o termo de erro da regressão.

Todas as variáveis são divididas pelo valor do ativo total do ano anterior e são utilizados efeitos fixos para ano e setor. O modelo proposto, seguindo Guenther et al. (2020), baseia-se na ideia de que o IR covaria em conjunto com $FCOIR$. Assim, mantendo-se constante o $FCOIR$, as economias tributárias obtidas pelas empresas serão destinadas aos outros usos do fluxo de caixa. Conforme Guenther et al. (2020), nas equações (4) a (9) os coeficientes β evidenciam como as empresas alocam o fluxo de caixa operacional antes do imposto, em média, e os coeficientes γ evidenciam como as empresas alocam o caixa relacionado ao imposto, em média.

Para Chang et al (2014) e Guenther et al. (2020), a definição adequada das variáveis da equação (3) permite manter a igualdade do fluxo de caixa, fazendo com que a soma dos usos estimados de caixa some 1 ou 100%, possibilitando inferir como cada unidade monetária adicional, oriunda da economia tributária, é utilizada e implicando nas igualdades abaixo:

$$\beta^{CLAP} + \beta^{RAFL} + \beta^{DIVP} + \beta^{VCX} - \beta^{VD} - \beta^{VE} = 1 \quad (10)$$

$$\gamma^{CLAP} + \gamma^{RAFL} + \gamma^{DIVP} + \gamma^{VCX} - \gamma^{VD} - \gamma^{VE} = 1 \quad (11)$$

$$\delta^{CLAP} + \delta^{RAFL} + \delta^{DIVP} + \delta^{VCX} - \delta^{VD} - \delta^{VE} = 1 \quad (12)$$

Utilizando o MQO, o sistema de equações estimará a alocação do fluxo de caixa operacional antes do imposto ($FCOIR$) e do caixa relacionado ao imposto (IR), possibilitando inferir como as empresas alocam os recursos advindos de uma eventual economia tributária e permitindo testar a hipótese H1 que pressupõe uma maior utilização dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos para

aumentar as reservas de caixa. Considerando que as empresas não alocam imediatamente os recursos obtidos, foram utilizadas variáveis de três anos para as fontes e usos de caixa, assegurando a captura das decisões relativas às fontes e usos de recursos.

3.3 VARIÁVEIS UTILIZADAS

As variáveis utilizadas no desenvolvimento da pesquisa estão relacionadas a seguir, na Tabela 1:

TABELA 1: DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS

Variável	Definição
Variáveis Dependentes	
<i>FCOIR</i>	Caixa líquido das atividades operacionais (DFC) adicionado do total de impostos da empresa (DVA), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
<i>FCOIR3</i>	Caixa líquido das atividades operacionais (DFC) adicionado do total de impostos da empresa (DVA) dos anos <i>t</i> , <i>t-1</i> e <i>t-2</i> , dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
<i>IR</i>	Total dos impostos da empresa (DVA), dividido pelo ativo total do ano anterior. Considerando a relevância dos impostos sobre o faturamento da empresa, utilizou-se os impostos informados na DVA que contemplam os impostos sobre a renda e sobre o faturamento.
<i>IR3</i>	Total dos impostos da empresa (DVA) dos anos <i>t</i> , <i>t-1</i> e <i>t-2</i> , dividido pelo ativo total do ano anterior.
Variáveis Independentes	
<i>CLAP</i>	Compra líquida de ativos permanentes (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>CLAP3</i>	Compra líquida de ativos permanentes (DFC) dos anos <i>t</i> , <i>t-1</i> e <i>t-2</i> , dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>RAFL</i>	Resgates (aplicações) financeiras líquidas (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>RAFL3</i>	Resgates (aplicações) financeiras líquidas (DFC) dos anos <i>t</i> , <i>t-1</i> e <i>t-2</i> , dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>DIVP</i>	Valor dos dividendos pagos (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>DIVP3</i>	Valor dos dividendos pagos (DFC) dos anos <i>t</i> , <i>t-1</i> e <i>t-2</i> , dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.

<i>VCX</i>	Varição líquida de caixa (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>VCX3</i>	Varição líquida de caixa (DFC) dos anos t , $t-1$ e $t-2$, dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>VD</i>	Financiamentos obtidos líquido (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>VD3</i>	Financiamentos obtidos líquido (DFC) dos anos t , $t-1$ e $t-2$, dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>VE</i>	Aumento líquido de capital (DFC), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>VE3</i>	Aumento líquido de capital (DFC) dos anos t , $t-1$ e $t-2$, dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.

Variáveis de Controle

<i>lagMTB</i>	<i>Market to Book</i> calculado como o valor de mercado da empresa, obtido na Economatica®, dividido pelo valor do patrimônio líquido (BP).
<i>lagLnVM</i>	<i>Ln</i> do valor de mercado da empresa, obtido diretamente na Economatica.
<i>lagLnAT</i>	<i>Ln</i> do ativo total (BP) da empresa.
<i>lagVREC</i>	Crescimento das receitas líquidas de vendas (DRE), calculado como $(Receita_t - Receita_{t-1}) / Receita_{t-1}$.
<i>lagIMOB</i>	Ativo imobilizado (BP), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>lagALAV</i>	Alavancagem financeira da empresa, obtida diretamente na Economatica® $\{Lucro Líquido / Patrimônio Líquido - (Lucro Líquido - Resultado Financeiro) / Ativo Total\}$.
<i>lagRETL</i>	Reserva de retenção de lucros (BP), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
<i>lagPTROA</i>	Retorno sobre o ativo antes dos impostos, obtidos pela divisão do LAIR (DRE) pelo ativo total (BP) do ano anterior.

Obs.: 1- (DFC) - Demonstração do Fluxo de Caixa; (DRE) Demonstração do Resultado do Exercício, (BP) Balanço Patrimonial;

2- Todas as variáveis definidas com base em Chang et al., (2014) e Guenther et al., (2020).

Fonte: Pesquisa/Elaborada pelo Autor.

As variáveis “*lagged*” ou defasadas foram calculadas para o ano $t-1$. Por exemplo $lagIMOB_t$ é obtido dividindo o valor do imobilizado em $t-1$ pelo valor do ativo total em $t-2$.

3.4 INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Para aferir o nível das práticas de governança corporativa, utilizou-se os critérios adotados pelo órgão regulador norte americano, a Securities and Exchange Commission (SEC), para autorizar empresas a negociar American Depositary Receipt (ADR) nos EUA. Os ADR são certificados que representam ações de empresas estrangeiras, denominados em dólares americanos e são emitidos em três níveis com exigências regulatórias distintas. Os ADR de nível 1 requerem padrões mínimos de conformidade e supervisão regulatória, sendo sua negociação restrita ao mercado de balcão. Os ADR de nível 2 cumprem os requisitos de registro e relatórios da SEC, incluindo o envio de formulários específicos, relatórios financeiros anuais preparados de acordo com os USGAAP ou IFRS e cumprimento das exigências da Lei Sarbanes-Oxley. Podem ser listados em bolsas de valores dos EUA. Os ADR de nível 3 são similares aos de nível 2, permitindo, contudo, que as empresas possam levantar capital por meio de uma oferta pública de ADRs. Há ainda os ADR emitidos sob a Regra 144A, não sendo exigida a adequação dos relatórios financeiros às normas do USGAAP ou IFRS, com negociação restrita a investidores institucionais qualificados. Portanto não se pode afirmar que as empresas emitentes de ADR sobre a Regra 144A ou de nível 1, cumpram todos os requisitos de governança impostos às empresas emitentes de ADR níveis 2 e 3.

Após regredir as equações (4) a (9) para todas as empresas, foram feitas regressões utilizando separadamente as amostras compostas por dois grupos de empresas. O primeiro grupo é composto por empresas que possuam ADR nível 2 e nível 3, portanto empresas com maior adoção de práticas de governança corporativa. O segundo grupo, composto pelas demais empresas. Comparando os resultados obtidos foi avaliado o impacto da adoção de práticas de governança corporativa na

alocação do fluxo de caixa, mostrando como as empresas utilizam o fluxo de caixa normal e o fluxo de caixa obtido com a economia de impostos e servindo para testar a hipótese H2, que prevê o impacto da governança corporativa na utilização dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos, direcionando-os para o pagamento de dividendos ou investimentos eficientes.

3.5 EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO

A *proxy* para medida de eficiência do investimento segue Verdi (2006) e Richardson (2006) que utilizam o modelo que prevê os níveis de investimento da empresa baseado na contabilidade. A estimativa da necessidade de novos investimentos, considerados eficientes, é dada pela diferença entre o investimento total e o investimento necessário para a manutenção dos ativos, que é uma função das oportunidades de crescimento, medida pelo Q de Tobin. Hubbard (1998) argumenta que as oportunidades de crescimento devem explicar o investimento corporativo quando os mercados são perfeitos. O modelo é dado pela seguinte equação:

$$TOT_INV_{i,t} = \beta_{0j,t} + \beta_{1j,t} * Q_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

Neste modelo, o investimento total da empresa em um determinado ano (TOT_INV) é dado pela soma da despesa de capital ($CAPEX$), aquisições líquidas de imobilizado ($VIMOB$), depreciação e amortização ($DEPRE$), multiplicadas por 100 e escalonado pelo ativo total médio ($TOT_INV = (CAPEX + VIMOB + DEPRE \times 100) / AT_{médio}$). Já o Q de Tobin é calculado como a soma do valor contábil do ativo total da empresa (AT), mais o valor de mercado da empresa (VM), menos o valor contábil do seu patrimônio líquido, dividido pelo valor contábil do ativo total do ano anterior ($Q = (AT + VM - PL) / AT_{t-1}$).

Segundo Verdi (2006) a eficiência do investimento é obtida usando os resíduos da regressão da equação (16); os resíduos positivos representam sobreinvestimento, e os resíduos negativos representam subinvestimento. Os resíduos negativos foram multiplicados por um negativo para que ambas as medidas apresentem uma escala de redução na eficiência do investimento.

Para testar a hipótese de que a governança corporativa influencia a utilização do fluxo de caixa obtido com a economia de impostos, direcionando-os a investimentos eficientes, serão comparados os valores obtidos com o modelo acima para grupos distintos de empresa, com maior ou menor adoção de práticas de governança corporativa, utilizando-se como critério a ADR, ou seja, empresas com ADR nível 2 ou 3 são consideradas como de maior nível de governança.

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 2 resume a estatística descritiva para o conjunto de 1.480 observações compreendendo o período de 2010 a 2022.

TABELA 2 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Esta tabela apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. As variáveis, exceto as de controle, foram divididas pelo ativo total do ano anterior. As variáveis de controle foram winsorizadas em 1% nos limites inferior e superior; as demais variáveis não foram winsorizadas para manter a igualdade do fluxo de caixa.

Painel A: Variáveis dependentes e independentes - 1 ano

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
FCOIR	0,182	0,163	0,895	0,081	0,165	0,268	-0,907	1,054
IR	-0,108	0,117	-1,080	-0,149	-0,074	-0,032	-0,967	0,000
CLAP	0,057	0,110	1,930	0,016	0,043	0,076	-1,108	1,896
RAFL	0,001	0,066	81,524	-0,004	0,000	0,002	-0,508	0,944
DIVP	0,031	0,046	1,464	0,003	0,017	0,039	0,000	0,620
VCX	0,010	0,076	7,773	-0,017	0,003	0,032	-0,528	0,812
VD	0,011	0,103	9,078	-0,031	0,000	0,042	-0,713	1,156
VE	0,013	0,101	7,595	-0,001	0,000	0,001	-0,273	2,405

n = 1.480 observações

Painel B: Variáveis dependentes e independentes - 3 anos

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
FCOIR3	0,485	0,401	0,828	0,234	0,435	0,710	-3,587	2,706
IR3	-0,291	0,297	-1,022	-0,410	-0,203	-0,088	-2,402	0,000
CLAP3	0,139	0,184	1,318	0,052	0,120	0,211	-1,278	1,896
RAFL3	0,005	0,097	18,324	-0,008	0,000	0,015	-1,606	0,952
DIVP3	0,082	0,107	1,300	0,014	0,047	0,105	0,000	0,896
VCX3	0,030	0,108	3,555	-0,013	0,016	0,065	-0,743	1,079
VD3	0,018	0,181	10,272	-0,065	0,005	0,098	-1,004	2,098
VE3	0,046	0,153	3,331	-0,002	0,000	0,029	-0,955	2,545

n = 1.480 observações

Painel C: Variáveis de controle

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
lagMTB	2,981	4,326	1,451	0,913	1,652	3,261	-2,028	28,416
lagLnVM	14,700	1,975	0,134	13,329	14,865	16,051	8,252	19,922
lagLnAT	15,197	1,705	0,112	14,016	15,165	16,339	11,295	19,592
lagVREC	0,164	0,320	1,958	0,009	0,106	0,250	-0,653	1,784
lagIMOB	0,257	0,228	0,888	0,044	0,225	0,394	0,001	1,004

lagALAV	1,705	5,284	3,100	1,194	1,647	2,330	-32,451	24,996
lagRETL	0,037	0,071	1,928	0,000	0,000	0,040	0,000	0,314
lagPTROA	1,006	6,969	6,924	0,143	0,927	2,112	-39,324	32,752
n = 1.480 observações								

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

Além da média de cada variável, são informados o desvio padrão, o coeficiente de variação, o primeiro e terceiro quartis, a mediana e os valores mínimos e máximos para permitir uma análise visual dos dados, suas distribuições e informações subjacentes. As variáveis de controle foram *winsorizadas* com limite inferior de 1% e superior de 99%, substituindo as observações consideradas como *outliers* (limites superiores e inferiores da amostra) pelos valores dos limites máximo e mínimo estabelecido. A winsorização não é adequada para as variáveis que compõem o fluxo de caixa, porque estas variáveis são os valores de uso ou fonte de caixa e representam uma igualdade. Na winsorização, a substituição dos *outliers* pelos limites inferiores ou superiores resultaria na quebra da identidade ou igualdade do fluxo de caixa, ou seja, o total dos usos de caixa não seria igual ao total das fontes de recursos. As variáveis, exceto as de controle, foram escalonadas pelo total do ativo do ano anterior e os valores positivos ou negativos das variáveis dependentes e independentes representam usos ou fontes de caixa. As variáveis de três anos, como esperado, apresentam valores maiores que as de um ano, pois acumulam os valores de mais de um período.

Verifica-se que algumas variáveis do fluxo de caixa de três anos apresentam valores com maior dispersão (coeficientes de variação de 18,324% para *RAFL3* e 10,272% para *VD3*), sugerindo uma utilização mais expressiva dos fundos de caixa nestes instrumentos. Percebe-se também uma possível assimetria na distribuição da variável *VE3*, com valor no terceiro quartil inferior à média. Destaca-se ainda a amplitude dos valores de *FCOIR3*, variando de -3,587% a 2,706% do ativo e da

variável *VE3*, variando de -0,955% a 2,545% do ativo. A dispersão da variável *VE3*, sugerindo uma distribuição normal platicúrtica, pode evidenciar que as modificações envolvendo elementos de capital ocorrem sempre em grandes volumes, para cima ou para baixo. O valor máximo de variável *FCOIR3*, equivalendo a 2,706% do ativo e o valor mínimo da variável *VD3*, equivalendo a -1,004% do ativo, podem sugerir a existência de *outliers* na amostra.

A variável representativa do ativo total, *lagLnAT*, proxy para tamanho da empresa, apresenta o menor coeficiente de variação entre as variáveis de controle, sugerindo uma normalidade da amostra, quando avaliada pelo total do ativo. Além disso, apresenta valores próximos aos da variável *lagLnVM*, valor de mercado da empresa, sugerindo possivelmente uma relevante utilização do ativo da empresa para sua precificação pelo mercado. Na amostra, o menor e maior valor do ativo é de, aproximadamente, 80 milhões de reais e 323 bilhões de reais, respectivamente. O conjunto de dados e suas estatísticas descritivas permitem inferir sobre a variedade das empresas, incluindo porte, geração de receita e gestão do fluxo de caixa, coerente com a realidade brasileira, onde são encontradas algumas empresas com números muito elevados em comparação às demais.

A Tabela 3 apresenta a correlação de Spearman e a correlação de Pearson entre as variáveis, com nível de significância de 5% (*: $p \leq 0,05$). O Painel A apresenta a correlação entre as variáveis de 1 ano e o Painel B, a correlação entre as variáveis de 3 anos. A correlação de Pearson indica a intensidade e direção da relação linear entre as variáveis. Já a correlação de Spearman não requer que a relação entre as variáveis seja linear. Observa-se uma correlação negativa e forte entre as variáveis *FCOIR3* e *IR3*, sugerindo que o aumento do *IR3* provoca uma redução no *FCOIR3*, o que é coerente com a utilização do fluxo de caixa gerado internamente para

pagamento dos impostos. Chama a atenção também, a forte correlação linear positiva entre as variáveis *VE3* e *CLAP3* e uma forte correlação entre as variáveis *lagLnAT* e *lagLnVM*. O primeiro caso sugere que as empresas utilizam instrumentos de capital (equity) para investimentos em ativos permanentes e o segundo, como já observado na análise da estatística descritiva dos dados, que o mercado parece se apoiar no valor dos ativos para precificar as empresas. As observações sobre a correlação entre as variáveis foram feitas com base no painel B da Tabela 3, considerando as variáveis para 3 anos.

TABELA 3: CORRELAÇÃO DE VARIÁVEIS

Nesta tabela é apresentada a correlação entre as variáveis. Na parte superior da tabela (triângulo superior) é apresentada a correlação de Spearman; na parte inferior é apresentada a correlação de Pearson. * indica nível de significância estatística a 5% ($p \leq 0,05$).

Painel A - Variáveis de 1 ano

	FCOIR	IR	CLAP	RAFL	DIVP	VCX	VD	VE	lag MTB	lagLn VM	lagLn AT	lag VREC	lag IMOB	lag ALAV	lag RETL	lag PTROA
FCOIR	1	-0,794*	0,402*	0,1014*	0,254*	0,156*	-0,134*	-0,044	0,264*	0,184*	0,034	0,134*	0,191*	0,076*	0,069*	0,170*
IR	-0,795*	1	-0,306*	-0,059*	-0,146*	-0,019	-0,023	0,003	-0,203*	-0,092*	0,029	-0,131*	-0,193*	-0,101*	-0,051	-0,152*
CLAP	0,225*	-0,1307*	1	-0,070*	0,085*	-0,012	0,247*	0,067*	0,353*	0,261*	0,120*	0,211*	0,266*	0,037	0,099*	0,050
RAFL	0,137*	-0,059*	-0,093*	1	-0,003	-0,063*	0,083*	0,083*	-0,024	-0,031	-0,022	-0,005	-0,001	0,002	0,007	0,057*
DIVP	0,218*	-0,082*	-0,122*	-0,027	1	-0,024	0,142*	-0,107*	0,371*	0,364*	0,166*	0,002	-0,085*	0,202*	0,136*	0,276*
VCX	0,155*	-0,036	0,050	-0,160*	-0,033	1	0,263*	0,096*	0,038	0,036	0,015	0,063*	0,075*	0,031	-0,014	0,047
VD	-0,175*	-0,010	0,312*	0,057*	0,096*	0,237*	1	-0,032	0,138*	0,068*	0,022	0,113*	-0,028	0,143*	0,061*	0,109*
VE	0,034	-0,105*	0,477*	0,209*	-0,077*	0,236*	-0,130*	1	-0,022	-0,050	-0,028	0,052*	0,070*	-0,052*	-0,059*	-0,044
lagMTB	0,092*	-0,066*	0,246*	-0,081*	0,153*	0,023	0,131*	0,095*	1	0,525*	0,198*	0,181*	0,037	0,202*	0,008	0,091*
lagLnVM	0,144*	-0,042	0,125*	-0,016	0,231*	0,026	0,083*	-0,020	0,246*	1	0,877*	0,050	0,052*	0,075*	0,054*	0,085*
lagLnAT	0,038	0,007	0,014	-0,003	0,050	-0,007	0,014	-0,053*	0,018	0,879*	1	-0,003	0,012	0,043	0,039	-0,020
lagVREC	0,130*	-0,141*	0,288*	0,056*	-0,029	0,089*	0,179*	0,173*	0,163*	-0,009	-0,039	1	0,127*	0,050	-0,042	-0,095*
lagIMOB	0,043	-0,012	0,138*	-0,005	-0,129*	0,031	0,059*	-0,005	0,034	0,047	0,050	0,131*	1	-0,062*	-0,098*	0,012
lagALAV	0,043	-0,059*	-0,012	0,002	0,056*	0,045	0,045	-0,000	0,016	0,072*	0,031	0,026	-0,039	1	0,054*	0,160*
lagRETL	0,069*	-0,055*	0,068*	-0,011	0,085*	-0,020	0,050	-0,008	0,001	0,031	-0,020	-0,039	-0,082*	0,014	1	0,025
lagPTROA	0,068*	-0,051	-0,036	0,019	0,098*	0,010	0,011	-0,037	0,033	0,064*	0,018	-0,026	-0,021	-0,031	-0,001	1

Painel B - Variáveis de 3 anos

	FCOIR	IR	CLAP	RAFL	DIVP	VCX	VD	VE	lag MTB	lagLn VM	lagLn AT	lag VREC	lag IMOB	lag ALAV	lag RETL	lag PTROA
FCOIR3	1	-0,829*	0,383*	0,031	0,315*	0,057*	-0,163*	-0,148*	0,251*	0,180*	0,018	0,030	0,188*	0,089*	0,097*	0,208*
IR3	-0,816*	1	-0,251*	-0,018	-0,160*	0,042	0,006	0,067*	-0,171*	-0,064*	0,056*	-0,025	-0,176*	-0,095*	-0,059*	-0,173*
CLAP3	0,260*	-0,060*	1	-0,071*	0,123*	0,077*	0,292*	0,123*	0,363*	0,282*	0,147*	0,129*	0,300*	0,021	0,113*	0,038
RAFL3	0,115*	-0,035	-0,040	1	-0,079*	-0,124*	0,005	0,150*	0,053*	-0,049	-0,054*	0,108*	-0,036	0,031	-0,028	-0,017
DIVP3	0,268*	-0,098*	-0,109*	-0,055*	1	0,045	0,122*	-0,204*	0,378*	0,387*	0,177*	-0,072*	-0,111*	0,200*	0,163*	0,277*
VCX3	0,085*	0,054*	0,189*	-0,114*	-0,051*	1	0,235*	0,091*	0,195*	0,088*	0,031	0,149*	0,089*	0,084*	-0,020	0,007
VD3	-0,280*	0,055*	0,228*	0,007	0,076*	0,202*	1	-0,066*	0,180*	0,071*	0,042	0,097*	-0,005	0,196*	0,077*	0,033
VE3	-0,074*	0,007	0,395*	0,223*	-0,106*	0,257*	-0,084*	1	0,128*	-0,020	-0,024	0,134*	0,002	-0,075*	-0,066*	-0,151*
lagMTB	0,087*	-0,045	0,246*	0,072*	0,182*	0,218*	0,122*	0,334*	1	0,525*	0,198*	0,181*	0,040	0,202*	0,008	0,091*
lagLnVM	0,165*	-0,038	0,207*	-0,009	0,256*	0,071*	0,089*	0,007	0,246*	1	0,877*	0,050	0,052*	0,075*	0,054*	0,085*
lagLnAT	0,053*	0,013	0,097*	-0,039	0,042	0,00	0,030	-0,078*	0,018	0,879*	1	-0,003	0,012	0,043	0,039	-0,020
lagVREC	0,010	0,002	0,221*	0,102*	-0,079*	0,213*	0,117*	0,255*	0,163*	-0,009	-0,039	1	0,127*	0,050	-0,042	-0,095*
lagIMOB	0,041	0,00	0,240*	-0,010	-0,174*	0,068*	0,075*	0,013	0,034	0,047	0,050	0,131*	1	-0,062*	-0,098*	0,012
lagALAV	0,012	-0,043	-0,034	0,027	0,048	0,051*	0,100*	-0,020	0,016	0,072*	0,031	0,026	-0,039	1	0,054*	0,160*
lagRETL	0,084*	-0,060*	0,109*	0,022	0,079*	-0,036	0,054*	0,009	0,001	0,031	-0,020	-0,039	-0,082*	0,014	1	0,025
lagPTROA	0,074*	-0,059*	-0,032	-0,005	0,095*	-0,007	-0,006	-0,051	0,033	0,064*	0,018	-0,026	-0,021	-0,031	-0,001	1

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

4.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO DE ALOCAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA

Os resultados da regressão do modelo de alocação do fluxo de caixa são apresentados na Tabela 4. Considerando que as empresas não alocam imediatamente os recursos obtidos, foram utilizadas variáveis de três anos para as fontes e usos de caixa, possibilitando a captura das decisões relativas às fontes e usos de recursos.

TABELA 4: ALOCAÇÃO DO CAIXA

A tabela 4 apresenta o resultado das regressões das equações (4) a (9), da Seção 3.3, onde são estimados os usos de caixa. Os coeficientes em *FCOIR3* e *IR3*, são respectivamente, os coeficientes β e γ daquelas equações e representam o percentual de utilização de cada unidade monetária nos diversos usos do caixa, representado pelas variáveis *CLAP*, *RAFL*, *DIVP*, *VCX*, *VD* e *VE*. Veja a descrição das variáveis na Tabela 1. *, ** e *** representam 10%, 5% e 1% de significância estatística.

Painel A - Regressão com todas as empresas da amostra

	<u>CLAP</u>	<u>RAFL</u>	<u>DIVP</u>	<u>VCX</u>	<u>VD</u>	<u>VE</u>
FCOIR3	0,243***	0,076	0,096***	0,096***	-0,395***	-0,093***
<i>p valor</i>	0,000	0,119	0,000	0,000	0,000	0,002
IR3	0,233***	0,070	0,089***	0,137***	-0,372***	-0,099***
<i>p valor</i>	0,000	0,147	0,001	0,000	0,000	0,007
<i>R2</i>	0,315	0,079	0,343	0,185	0,343	0,224
<i>Estatística F</i>	13,64	2,64	17,23	5,21	8,05	4,11
<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
n = 1.480 observações						

Painel B - Empresas com maior nível de governança

	<u>CLAP</u>	<u>RAFL</u>	<u>DIVP</u>	<u>VCX</u>	<u>VD</u>	<u>VE</u>
FCOIR3	0,088	0,117	0,402***	0,158*	-0,056	-0,179**
<i>p valor</i>	0,512	0,321	0,000	0,063	0,730	0,029
IR3	0,094	0,151	0,294***	0,228*	-0,036	-0,197*
<i>p valor</i>	0,603	0,341	0,005	0,060	0,863	0,084
<i>R2</i>	0,513	0,298	0,719	0,338	0,390	0,302
<i>Estatística F</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
n = 161 observações						

Painel C - Empresas com menor nível de governança

	<u>CLAP</u>	<u>RAFL</u>	<u>DIVP</u>	<u>VCX</u>	<u>VD</u>	<u>VE</u>
FCOIR3	0,253***	0,076	0,089***	0,087***	-0,404***	-0,090***
<i>p valor</i>	0,000	0,140	0,000	0,000	0,000	0,003

IR3	0,241***	0,071	0,093***	0,117***	-0,386***	-0,092**
<i>p</i> valor	0,000	0,160	0,000	0,000	0,000	0,015
R2	0,330	0,080	0,333	0,218	0,366	0,231
Estatística F	12,46	2,43	15,85	5,24	7,99	3,60
Efeito fixo setor	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Efeito fixo ano	sim	sim	sim	sim	sim	sim
n = 1.319 observações						

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta os resultados das regressões dos usos do caixa antes do imposto (*FCOIR3*) e do caixa relacionado ao imposto (*IR3*). Como a identidade do fluxo de caixa foi mantida, os coeficientes representam o percentual de uso de cada valor adicional de *FCOIR3* ou *IR3*, cuja soma será sempre igual a 1 ou 100%. A equação do fluxo de caixa prevê como usos, a compra líquida de ativos permanentes (*CLAP3*), o resgate de aplicações financeiras líquidas (*RAFL3*), o pagamentos de dividendos (*DIVP3*) e o aumento dos valores mantidos no caixa (*VCX3*). As fontes de recursos são a emissão de instrumentos de dívidas ou novos financiamentos (*VD3*), e emissão de instrumentos de capital (*VE3*), o próprio fluxo de caixa operacional antes do imposto (*FCOIR3*) e o fluxo obtido com o menor pagamento de impostos (*IR3*).

4.2.1 Alocação dos fluxos de caixa

Os coeficientes apresentados no Painel A da Tabela 4 indicam que de cada unidade monetária obtida do fluxo de caixa antes do imposto, 24,3% são usados na aquisição de ativo permanente (*CLAP3*), 7,6% são usados em aplicações financeiras de longo prazo (*RAFL3*), 9,6% representam dividendos pagos aos acionistas e 9,6% são mantidos no caixa (*VCX3*). Analisando a utilização do caixa relacionado ao menor pagamento do imposto (*IR3*), verifica-se que de cada unidade monetária economizada, 23,3% são usados na aquisição de ativo permanente (*CLAP3*), 7,0% são usados em aplicações financeiras de longo prazo (*RAFL3*), 8,9% representam

dividendos pagos aos acionistas (*DIVP3*) e 13,7% são mantidos no caixa (*VCX3*). As diferenças nos coeficientes do Painel A da Tabela 4 evidenciam que as empresas utilizam o fluxo de caixa obtido com a economia de impostos de forma diferente do fluxo normal, sendo a principal variação verificada no direcionamento de percentual maior de recursos para o caixa (de 9,6% para 13,7%).

O maior direcionamento do fluxo de caixa obtido com a economia de impostos para o caixa da empresa pode estar relacionado a vários aspectos. Para Palazzo (2012), a manutenção dos saldos no caixa pode estar relacionado ao maior risco. Cruz et al. (2019) destacam que este comportamento pode estar relacionado a maiores restrições financeiras. Avaliando os recentes impactos da pandemia da Covid 19 na política de dividendos e no risco dos fluxos de caixa das empresas, Pettenuzzo et al. (2023) verificaram que um grande número de empresas suspendeu o pagamento de dividendos como consequência dos riscos e incertezas relacionados aos fluxos de caixa futuros naquele período. No mesmo sentido, Na et al. (2022) destacam e documentam em seus estudos que o risco do fluxo de caixa é um dos determinantes cruciais sobre as decisões de pagar dividendos. Os resultados apresentados fornecem evidências para validar a hipótese H1 que prevê maior destinação dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos para aumentar as reservas de caixa, ou seja, devido a maior incerteza do fluxo obtido com a economia de impostos, provavelmente as empresas preferem poupá-lo ao invés de utilizá-lo para outras finalidades.

4.2.2 Alocação dos fluxos de caixa pelas empresas com maior nível de governança

O Painel B da Tabela 4 apresenta os resultados das regressões dos usos de caixa antes do imposto (*FCOIR3*) e do caixa relacionado ao imposto (*IR3*), pelo período de três anos, para as empresas que adotam níveis mais elevados de práticas de governança corporativa. A amostra, composta por 161 observações empresas/ano, representa as empresas com maior nível de governança (ADR's níveis 2 e 3).

Ao comparar o uso do caixa antes do imposto (*FCOIR3*) da amostra de empresas com maior nível de governança e a amostra total, verificam-se diferenças relevantes na alocação dos fluxos de caixa. As empresas com maior nível de governança aplicam menos recursos em ativos permanentes (8,8% e 24,3%, respectivamente), mas apresentam maiores inversões de caixa em aplicações financeiras de longo prazo (11,7% e 7,6%, respectivamente), resultando em 20,5% e 31,9%, respectivamente, em aplicações totais em investimentos. A variação percentual mais expressiva, no entanto, está na alocação de fluxos para pagamento de dividendos (40,2% e 9,6%, respectivamente). Verifica-se também uma maior destinação dos recursos para a manutenção de saldos de caixa (15,8% e 9,6%, respectivamente).

A menor utilização do fluxo de caixa gerado internamente para investimentos pelas empresas que apresentam melhores práticas de governança corporativa pode ser interpretada como uma evitação do superinvestimento, que resultaria em investimento ineficiente. As empresas da amostra completa utilizam por volta de 32% do caixa gerado internamente para financiar investimentos, coerente com os resultados de Moreira e Puga (2000) que identificaram que as empresas brasileiras utilizam o autofinanciamento como a principal fonte de recursos, consistente com o

modelo teórico da *pecking order* proposto por Myers (1984), para este caso brasileiro. Com a adoção de práticas de governança corporativa, o percentual de utilização do fluxo de caixa gerado internamente cai para 20,5%.

Estes dados são coerentes com outros estudos como os de Biddle et al. (2009) e Jafeel et al. (2023), que identificaram que uma boa qualidade de governança corporativa aumenta a eficiência do investimento ao mitigar o subinvestimento e o sobreinvestimento. Chen et al. (2016) investigaram como o fluxo de caixa livre e a adoção de práticas de governança corporativa impactavam os investimentos das empresas e descobriram que o sobreinvestimento é mais sensível ao fluxo de caixa livre, além de ser mais pronunciado em empresas com fluxos de caixa livre positivos. Estes resultados são coerentes com a teoria dos custos de agência, proposto por Jensen (1986). Provavelmente as empresas com maior nível de governança corporativa da amostra apresentam menor percentual de investimento do fluxo de caixa gerado internamente por selecionarem melhor os seus projetos de investimentos, evitando investimentos com VPL aquém do exigido pelos investidores.

Por outro lado, há um forte direcionamento dos fluxos obtidos para o pagamento de dividendos. Pode-se amparar na pesquisa de Petrasek (2012) para justificar esse aumento. Este pesquisador avaliou o efeito da listagem cruzada de empresas internacionais no mercado norte americano, como é o caso da amostra de empresas com maior governança, e verificou que devido aos padrões mais elevados de governança, incluindo mecanismos de proteção aos acionistas e maior transparência, estas empresas aumentaram o pagamento de dividendos em 9% do lucro. No mesmo sentido Jeon et al. (2011) encontraram evidências de que as empresas com investidores estrangeiros pagavam mais dividendos devido ao maior monitoramento. As empresas desta subamostra atendem padrões mais elevados de governança,

monitoramento, transparência de informações e, provavelmente, adotam uma governança alinhada aos interesses dos investidores, justificando o maior pagamento de dividendos em detrimento de investimentos que poderiam não ser eficientes.

Os dados do Painel B da Tabela 4 mostram ainda que os fluxos de caixa obtidos com maior economia de impostos pelas empresas com maior nível de governança são aplicados de forma diversa dos outros fluxos não relacionados a impostos. Neste caso, há um maior direcionamento para investimentos em ativos permanentes (9,4% e 8,8%), maior volume direcionado para aplicações financeiras de longo prazo (15,1% e 11,7%), menores percentuais destinados ao pagamento de dividendos aos acionistas (29,4% e 40,2%) e maior manutenção de saldos de caixa (22,8% e 15,8%). As variações apresentadas sugerem por parte das empresas, mesmo adotando práticas mais rígidas de governança corporativa, maior cuidado no uso do fluxo de caixa obtido com a economia de impostos, ao reduzir significativamente o pagamento de dividendos e destinar os recursos a investimentos em títulos e valores mobiliários e manutenção do saldo de caixa. Pode-se inferir que, mesmo sob a influência da governança corporativa, estas empresas consideram o risco adicional deste fluxo e o aplica de forma mais conservadora.

4.2.3 Alocação dos fluxos de caixa pelas empresas com menor nível de governança

Para a amostra com as empresas que apresentam menor adoção de práticas de governanças (ADR nível 1, regra 144A ou não negociadas sobre a forma de ADR), os dados são mais próximos da amostra com todas as empresas, conforme apresentado no Painel C da Tabela 4. A menor diferença nos valores pode ser explicada pela representatividade desta subamostra, pois suas 1.319 observações

empresas-ano correspondem a aproximadamente 90% da amostra completa. Os percentuais de uso do fluxo de caixa não relacionado aos impostos de três anos (*FCOIR3*) são de 25,3% para ativos permanentes (24,3% na amostra total), 7,6% para as aplicações financeiras de longo prazo (7,6% na amostra total), 8,9% para pagamento de dividendos (9,6% na amostra total) e 8,7% para manutenção de recursos em caixa (9,6%).

Comparando o uso do fluxo de caixa obtido com a economia de impostos (*IR3*) com os demais fluxos, verifica-se um menor percentual de aplicação em ativos permanentes (24,1% e 25,3%, respectivamente), uma menor destinação de recursos para aplicações financeiras de longo prazo (7,1% e 7,6%, respectivamente), e maior destinação para pagamento de dividendos (9,3% e 8,9%, respectivamente) e para manutenção de saldos de caixa (11,7% e 8,7%, respectivamente).

A análise detalhada dos dados tomados em conjunto não permite afirmar que os mesmos fornecem evidências suficientes para validar em sua totalidade a hipótese H2, a qual prevê que a adoção de práticas de governança corporativa direciona a utilização dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos, para o pagamento de dividendos ou investimentos eficientes. Comparando os valores de *IR3* e *FCOIR3* do Painel B da Tabela 4, verifica-se que as empresas com maior nível de governança direcionam os recursos economizados para a manutenção de saldos de caixa e para as aplicações financeiras de longo prazo. Ao considerar o investimento total, representado pela aplicação em ativos permanentes (*CLAP3*) e pelas aplicações financeiras de longo prazo (*RAFL3*), a destinação dos fluxos provenientes de *IR3* somam 24,5% frente 20,5% da destinação dos fluxos de *FCOIR3*, o que suporta apenas parcialmente H2. Contudo, a destinação dos fluxos para pagamento de dividendos aos acionistas é substancialmente menor quando

comparados a utilização do caixa representada por *IR3* e *FCOIR3* (29,4% e 40,2%, respectivamente). Pode-se inferir, face ao resultado misto, que os dados utilizados na pesquisa não validam, estatisticamente, a afirmação de que a adoção de práticas de governança corporativa direciona a utilização dos recursos obtidos com economia tributária para pagamento de dividendos ou investimentos eficientes.

Cabe observar que a subamostra de empresas com maior nível de adoção de práticas de governança corporativa representa algo em torno de 10% da amostra toda. Além disso, o critério adotado para esta subamostra, ou seja, empresas com ADR's nível 2 ou 3, pode eventualmente ignorar empresas com boas práticas de governança corporativa negociadas apenas no mercado brasileiro.

4.3 EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO

A hipótese H2 da pesquisa argumenta que a adoção de práticas de governança impacta a alocação dos fluxos de caixa gerados internamente com a economia de impostos, direcionando-os para o pagamento de dividendos ou investimentos eficientes. Tal hipótese foi parcialmente suportada pelos resultados apresentados no Painel B da Tabela 4, onde os percentuais de alocação do fluxo de caixa relacionado ao imposto (*IR3*) em investimentos foi de 24,5%, superando o percentual de aplicação dos *FCOIR3*, que foi de 20,5% (percentuais correspondentes a soma de *CLAP3* e *RAFL3*). No entanto, é necessário verificar se estes fluxos são direcionados para investimentos eficientes. Para abordar esta questão, seguiu-se Verdi (2006) e Richardson (2006), utilizando o modelo apresentado na equação (16), que prevê os níveis de investimento da empresa baseado na contabilidade.

Utilizando dados da Economatica, foram calculados os valores para as variáveis *TOT_INV* e *Q*, separadamente para cada grupo de empresas classificadas

de acordo com o nível de governança. A amostra completa apresenta 66 observações de empresas-ano ADR nível 3 e 95 observações de empresas-ano ADR nível 2, totalizando 161 observações que compõem a subamostra com maior nível de governança corporativa. A subamostra de empresas com menor nível de governança é composta por 289 observações de empresas-ano ADR nível 1 e 1030 empresas-ano ADR 144A ou que não negociam ADR no mercado norte americano, totalizando 1.319 observações.

TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS PARA AVALIAÇÃO DA EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO

Esta tabela apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas para avaliação da eficiência do investimento na pesquisa. Do total de 1.480 observações que compõem a amostra, 161 observações são de empresas com maior nível de governança corporativa (listadas no mercado norte americano com ADR nível 1 ou 2). Todas as variáveis foram winsorizadas em 1% nos limites inferior e superior.

Painel A: Amostra Completa

<u>Variável</u>	<u>Média</u>	<u>Desvio Padrão</u>	<u>Coefficiente de Variação</u>	<u>Q1</u>	<u>Mediana</u>	<u>Q3</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>
TOT_INV	10,587	10,209	0,964	1,247	8,207	13,802	-4,476	55,652
Q	1,812	1,307	0,722	0,820	1,391	2,056	0,531	8,064
lagLnAT	15,197	1,705	0,112	13,051	15,165	16,339	11,295	19,592
VOL	42,851	16,03	0,374	26,120	39,437	49,901	19,803	104,648

n = 1.480 observações

Painel B: Empresas com maior nível de governança

<u>Variável</u>	<u>Média</u>	<u>Desvio Padrão</u>	<u>Coefficiente de Variação</u>	<u>Q1</u>	<u>Mediana</u>	<u>Q3</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>
TOT_INV	11,535	8,99	0,779	5,731	10,501	14,897	-4,476	50,039
Q	1,469	0,768	0,523	1,029	1,236	1,582	0,609	5,480
lagLnAT	17,578	1,28	0,073	17,176	17,661	18,271	13,508	19,592
VOL	39,220	15	0,382	29,134	35,450	46,633	19,803	104,648

n = 161 observações

Painel C: Empresas com menor nível de governança

<u>Variável</u>	<u>Média</u>	<u>Desvio Padrão</u>	<u>Coefficiente de Variação</u>	<u>Q1</u>	<u>Mediana</u>	<u>Q3</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>
TOT_INV	10,471	10,345	0,988	3,526	7,942	13,737	-4,476	55,652
Q	1,853	1,353	0,730	1,046	1,422	2,120	0,531	8,064
lagLnAT	14,907	1,512	0,101	13,890	14,982	15,972	11,295	19,592
VOL	43,294	16,101	0,372	32,177	39,774	50,280	19,803	104,648

n = 1.319 observações

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

A estatística descritiva das variáveis utilizadas é apresentada na Tabela 5. Além da variável dependente *TOT_INV* e da variável explicativa *Q*, de Tobin, foram utilizados como controles o tamanho da empresa e a volatilidade do retorno (Verdi, 2006; Biddle et al., 2009).

A correlação entre as variáveis é apresentada na Tabela 6, onde se constata a inexistência de correlação excessiva entre elas. Verifica-se que a correlação entre as variáveis *Q* de Tobin, e *lagLnAT* não apresentam significância estatística.

TABELA 6: CORRELAÇÃO DE VARIÁVEIS

Nesta tabela é apresentada a correlação entre as variáveis. Na parte superior da tabela (triângulo superior) é apresentada a correlação de Spearman; na parte inferior é apresentada a correlação de Pearson. * indica nível de significância estatística a 5%. Todas as variáveis winsorizadas (1% e 99%).

Painel A: Amostra completa

	TOT_INV	Q	lagLnAT	VOL
TOT_INV	1	0,264*	0,070*	-0,100*
Q	0,264*	1	-0,032	-0,006
lagLnAT	0,070*	-0,032	1	-0,277*
VOL	-0,100*	-0,006	-0,277*	1

Painel B: Empresas com maior nível de governança

	TOT_INV	Q	lagLnAT	VOL
TOT_INV	1	0,191*	0,130	-0,357*
Q	0,071	1	-0,045	-0,253*
lagLnAT	0,093	0,062	1	0,126
VOL	-0,291*	-0,269*	0,138	1

Painel C: Empresas com menor nível de governança

	TOT_INV	Q	lagLnAT	VOL
TOT_INV	1	0,281*	0,059*	-0,079*
Q	0,281*	1	0,013	0,003
lagLnAT	0,059*	0,013	1	-0,313*
VOL	-0,079*	0,003	-0,313*	1

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

Para avaliar a eficiência do investimento, foi regredida a variável *TOT_INV*, que representa o valor do investimento total, na variável *Q*, de Tobin, que é uma função das oportunidades de crescimento da empresa, e nas variáveis de controle tamanho da empresa, com base no seu ativo total (*lagLnAT*), e a volatilidade anual do retorno das ações (*VOL*), calculado com base mensal. Os resultados para a amostra completa

e para as subamostras de empresas com maior e menor nível de governança corporativa são apresentados na Tabela 7.

TABELA 7: REGRESSÃO DO MODELO DE INVESTIMENTO

Esta tabela apresenta o resultado da regressão do modelo de investimento proposto. Todas as variáveis foram winsorizadas (1% e 99%). ***, ** e * representam significância estatística no nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Painel A: Amostra Completa

<u>Variáveis</u>	<u>n</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>p</u>
Q	1.480	1,734***	0,000
lagLnAT	1.480	0,160	0,357
VOL	1.480	-0,041**	0,031
constante		6,868**	0,044
R2		0,1912	
Efeitos fixos setor		Sim	
Efeitos fixos ano		Sim	

Painel B: Empresas com maior nível de governança

<u>Variáveis</u>	<u>n</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>p</u>
Q	161	-0,043	0,969
lagLnAT	161	0,970	0,358
VOL	161	-0,149**	0,013
constante		5,776	0,693
R2		0,4014	
Efeitos fixos setor		sim	
Efeitos fixos ano		sim	

Painel C: Empresas com menor nível de governança

<u>Variáveis</u>	<u>n</u>	<u>Coeficiente</u>	<u>p</u>
Q	1.319	1,943***	0,000
lagLnAT	1319	0,109	0,597
VOL	1319	-0,032	0,122
constante		5,538	0,194
R2		0,4014	
Efeitos fixos setor		sim	
Efeitos fixos ano		sim	

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa

A eficiência do investimento é dada pelos resíduos da regressão da equação (16), onde os valores positivos dos resíduos indicam sobreinvestimento, e os valores negativos, subinvestimento. Os resíduos foram tabulados e, para facilitar a análise e comparação, os negativos foram multiplicados por (-1), possibilitando a apresentação

dos valores em uma escala crescente de redução na eficiência do investimento. Os resultados são apresentados na Tabela 8, a seguir.

TABELA 8: EFICIÊNCIA DO INVESTIMENTO

Eficiência do investimento, medida pelos resíduos da regressão do modelo de investimentos. Os valores negativos foram multiplicados por -1 para representarem uma ordem crescente de subinvestimento. O Painel A apresenta as empresas com resíduos positivos e o Painel B, as empresas com resíduo negativo. Nível de GC é o nível de adoção de práticas de governança. G+ e G- são os grupos de empresas com maior e menor nível de adoção de práticas de governança.

Painel A: Empresas com Sobreinvestimento

Nível GC	n	Média	n < Média	%	Desvio padrão	Q1	Mediana	Q3	Min	Máx
Todas	572	8,156	394	69%	9,301	1,921	4,735	10,679	0,005	47,999
G+	71	5,343	51	72%	6,506	1,307	3,172	6,529	0,113	36,006
G-	518	8,135	353	68%	9,339	1,932	4,573	10,472	0,000	48,053

Painel B: Empresas com Subinvestimento

Nível GC	n	Média	n < Média	%	Desvio padrão	Q1	Mediana	Q3	Min	Máx
Todas	908	5,138	546	60%	3,824	2,172	4,257	7,437	0,012	28,188
G+	90	4,215	53	59%	3,597	1,494	3,522	5,913	0,000	17,282
G-	801	5,261	461	58%	3,793	2,220	4,437	7,489	0,005	18,317

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

A Tabela 8 apresenta os resíduos da regressão do modelo de investimento utilizados como *proxies* para sobreinvestimento e subinvestimento. Na tabela são apresentados os valores para a amostra com todas as empresas (Todas), para a subamostra com as empresas que adotam níveis mais elevados de governança corporativa (G+) e para as empresas que apresentam menor adoção de práticas de governança (G-). Além da quantidade de observações que apresentaram sobreinvestimento e subinvestimento em cada amostra, são informados a média dos valores, a quantidade de observações abaixo da média, o percentual de observações abaixo da média, o desvio padrão, o valor do primeiro quartil (p25), a mediana (p50), o valor do terceiro quartil (p75) e o valor máximo de cada amostra.

Considerando que o investimento eficiente apresenta um resíduo próximo de zero (Verdi, 2006), quanto menor o valor do resíduo, mais eficiente é o investimento. O Painel A da Tabela 8 apresenta os dados de empresas com resíduos positivos

(sobreinvestimento). Verifica-se que as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa obtiveram menores números para todas as estatísticas apresentadas, destacando a menor média e o menor valor máximo. O mesmo ocorre ao analisar o Painel B, que exhibe dados das empresas com subinvestimento, mesmo que em menor proporção quando comparados aos dados das empresas que sobreinvestem. Esses resultados são coerentes a literatura sobre governança corporativa e investimento, por exemplo, Francis et al. (2013), que avaliando empresas em 14 (quatorze) mercados emergentes, identificaram que uma melhor governança corporativa reduz a dependência destas empresas dos fluxos de caixa gerados internamente, pois reduzem as restrições de financiamento que poderiam distorcer a alocação eficiente de investimentos, destruindo o valor da empresa. Outros autores (Lei & Chen, 2019; Bimo et al., 2022) também apresentaram resultados atribuindo maior eficiência ao investimento quando há melhores práticas de governança corporativa.

Apesar dos dados apresentados na Tabela 8 sugerirem maior eficiência do investimento pela subamostra de empresas que adotam melhores práticas de governança, a regressão do modelo de investimento não apresentou significância estatística para este grupo de empresas (Tabela 7, Painel B). Além da questão envolvendo o tamanho da amostra, pode-se questionar se o modelo adotado é adequado para a análise deste conjunto de empresas. Dado o conjunto de resultados, não se pode dizer que a hipótese H2 esteja estatisticamente comprovada. Há evidências estatísticas, conforme apresentado na Tabela 5, Painel B, que a governança corporativa influencia no uso dos fluxos de caixa obtidos com a economia de impostos, mas, diferente do que foi indicado em H2, observou-se maior direcionamento dos recursos para a manutenção de saldos de caixa.

5 CONCLUSÃO

Este estudo avaliou o impacto da adoção de práticas de governança corporativa na utilização dos recursos obtidos com a economia devido ao menor pagamento de impostos. Considerando que os impostos são um item relevante na composição dos resultados das empresas, há uma busca constante em adotar planejamentos tributários para economizá-los, no que as empresas costumam ser bem-sucedidas. No entanto, as economias tributárias constituem fluxos de recursos sujeitos a maior risco de serem devolvidos aos órgãos de fiscalização, o que pode levar as empresas a utilizarem-nos de forma distinta dos demais fluxos de caixa obtidos. Esta questão foi abordada pela primeira hipótese da pesquisa, cujos resultados estatísticos foram considerados suficientes para inferir que, em média, as empresas utilizam estes recursos de forma diferente, direcionando as economias tributárias para maior manutenção de saldos de caixa e equivalentes. Tal comportamento aponta a preocupação das empresas com os riscos e incertezas relacionadas ao fluxo de caixa economizado.

Por outro lado, as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa são mais propensas a adotarem planejamentos tributários eficientes, reduzindo o risco do fluxo de caixa gerado com a economia no pagamento de impostos. Ao obter recursos adicionais com riscos reduzidos de contestação, delineou-se a hipótese de que estas empresas poderiam direcioná-los a investimentos eficientes e/ou pagamento de dividendos aos acionistas, não havendo necessidade de maiores cautelas na sua utilização. Os resultados obtidos não foram suficientes para comprovar estatisticamente tal hipótese, onde se verificou que estas empresas também direcionavam a maior parte destes recursos para manutenção de saldos de caixa.

Estas descobertas podem sugerir que mesmo as empresas que adotam planejamentos tributários eficientes buscam utilizar as economias obtidas de forma parcimoniosa; um dos motivos pode ser a complexidade tributária do ambiente em que operam. Estes resultados podem indicar também que as questões exógenas às empresas podem ser, em determinadas situações, mais relevantes na determinação dos usos dos recursos, mesmo tais decisões sendo influenciadas pela adoção de práticas de governança corporativa.

Destaca-se também a relevância das informações obtidas a partir dos fluxos de caixa das empresas, oferecendo um extenso rol de dados que possibilitam as mais diferentes análises e investigações. Apesar da sua relevância, os fluxos de caixa apresentam-se como um limitador da pesquisa, já que as suas informações não são totalmente padronizadas, exigindo a intervenção do pesquisador no alinhamento dos dados para possibilitar o seu tratamento estatístico.

Os resultados apresentados são relevantes para investidores, possibilitando a identificação das origens e aplicações dos fluxos de caixa pelas empresas; para formuladores de políticas que podem contar com novas estratégias para avaliar o ambiente de negócios das empresas; para a academia, ao expandir a utilização do modelo de fluxos de caixa proposto por Chang et al. (2014), utilizando-o, por exemplo, na avaliação dos impactos da adoção de práticas de governança corporativa sobre os seus diversos componentes.

REFERÊNCIAS

- Agyei-Boapeah, H., & Machokoto, M. (2018). Allocation of internally generated corporate cash flow in Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 495-513. <https://doi.org/10.1108/JAEE-10-2017-0099>
- Allen, F. (2005) Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2). <https://doi.org/10.1093/oxrep/gri010>
- Ambec, S., Cohen, M. A., Elgie, S., & Lanoie, P. (2013). The Porter hypothesis at 20: can environmental regulation enhance innovation and competitiveness? *Review of environmental economics and policy*, 7(1). <https://doi.org/10.1093/reep/res016>
- An, Z., Gao, W., Li, D., & Ye, D. (2022). Dividend payouts, cash-flow uncertainty and the role of institutions. *Journal of Business Finance and Accounting*, 49(7-8), 1356-1390. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12595>
- Anjos, L., Miranda, L., Silva, D., Freitas, A. (2012). Uso da contabilidade para obtenção de financiamento pelas micro e pequenas empresas: Um estudo a partir da percepção dos gestores. *Revista Universo Contábil*, 8(1), 86-104. <https://doi.org/10.4270/ruc.20128>
- Atif, M., & Ali, S. (2021). Environmental, social and governance disclosure and default risk. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3937-3959. <https://doi.org/10.1002/bse.2850>
- Banerjee, R., Gupta, K., & Mudalige, P. (2020). Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? International evidence. *International Review of Financial Analysis*, 68, Article 101337. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.03.009>
- Benlemlih, Mohammed. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>
- Bergh, D. D., Connelly, B. L., Ketchen Jr, D. J., & Shannon, L. M. (2014). Signalling theory and equilibrium in strategic management research: An assessment and a research agenda. *Journal of Management Studies*, 51(8), 1334-1360. <https://doi.org/10.1111/joms.12097>
- Biddle, G. C., Hilary, G. & Verdi, R.S.(2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (2023). ESG performance and dividend payout: A channel analysis. *Finance Research Letters*, 55, Article 103827. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103827>

- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371-384. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2020-0351>
- Blouin, J., & Krull, L. (2009). Bringing it home: A study of the incentives surrounding the repatriation of foreign earnings under the American Jobs Creation Act of 2004. *Journal of Accounting Research*, 47(4), 1027-1059. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00342.x>
- Bolzani, Isabela. (2022, Junho 28). *87% das empresas listadas na Bolsa aumentaram envolvimento com ESG*. Terra. <https://www.terra.com.br/economia/dinheiro-em-dia/meu-negocio/87-das-empresas-listadas-na-bolsa-aumentaram-envolvimento-com-esg,c2031777ba942b1a6cec5f5562dc47e1sog0ooaa.html>
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2013). Stakeholder relations and stock returns: On errors in investors' expectations and learning. *Journal of Empirical Finance*, 22, 159-175. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.04.003>
- Bose, A. (2018). Do stringent corporate governance practices ensure diligent corporate social responsibility among organizations: investigating the link therein. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 10(2), 106-126. <https://doi.org/10.1504/IJBEM.2018.091263>
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R., (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brugni, T., Bortolon, P. M., Almeida, J. E. F., & Paris, P. K. S. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10, 406–421. <https://doi.org/10.1057/jdg.2013.22>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>
- Burzillo, S., Shaffer, M. & Sloan, R. (2023). Do Sustainability Reports Contain Financially Material Information? *USC Marshall School of Business Research Paper*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3976550>
- Campbell, J. L., Goldman, N. C., & Li, B. (2021). Do financing constraints lead to incremental tax planning? Evidence from the Pension Protection Act of 2006. *Contemporary Accounting Research*, 38(3), 1961-1999. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12679>
- Chams, N., García-Blandón, J., & Hassan, K. (2021). Role reversal! financial performance as an antecedent of ESG: The moderating effect of total quality

- management. *Sustainability*, 13(13), Article7026.
<https://doi.org/10.3390/su13137026>
- Chang, B., Dutta, S., Saadi, S., & Zhu, P. (2018). Corporate governance and dividend payout policy: Beyond country-level governance. *Journal of Financial Research*, 41(4), 445-484. <https://doi.org/10.1111/jfir.12159>
- Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J. (2014). Cash-flow sensitivities and the allocation of internal cash flow. *The Review of Financial Studies*, 27(12), 3628-3657. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu066>
- Chasiotis, I., Gounopoulos, D., Konstantios, D., & Patsika, V. (2020). ESG Reputational Risk, Corporate Payouts and Firm Value, *British Journal of management*, 35(2), 871-892. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12745>
- Chen, X., Sun, Y., Xu, X. (2016) Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>
- Chen, Zhongfei, & Xie, Guanxia. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting and Finance*, 58(3), 787–816. <https://doi.org/10.1111/acfi.12238>
- Chien, C., Chen, S., & Chang, M. (2020). Variation in Executive Compensation and Allocation of Cash Flow. *Economics*, 9(3), 49-59. doi: 10.11648/j.eco.20200903.11
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance* [Relatório]. University of Oxford & Arabesque Partners. https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf
- Clément, A., Robinot, É., & Trespeuch, L. (2023). The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*. <https://doi.org/10.1108/JEC-10-2022-0147>
- Coelho, R., Jayantilal, S., & Ferreira, J. J. (2023). The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1535–1560. <https://doi.org/10.1002/csr.2446>

- Cornell, B., & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing good or sounding good? *Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 76-93. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076
- Costa, F. D. C. L., & Klann, R. C. (2023). Efeitos da responsabilidade tributária de gestores na relação entre autuação e agressividade fiscal. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 34(93), e1792. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20231792.pt>
- Cruz, A. F., Kimura, H., & Sobreiro, V. A. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 77-143. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22368>
- Dechow, P. M. (2023). Understanding the sustainability reporting landscape and research opportunities in accounting. *The Accounting Review*, 98(5), 481-493. <https://doi.org/10.2308/TAR-2023-0145>
- Deegan, C.M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2307-2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research...and counting. *Review of Financial Economics*, 10(3), 191-212. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(01\)00037-4](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(01)00037-4)
- Derrien, F., Krueger, P., Landier, A., & Yao, T. (2021). ESG news, future cash flows, and firm value [Artigo de Pesquisa]. *Swiss Finance Institute*, 21-84. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3903274>
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2019). When does tax avoidance result in tax uncertainty? *The Accounting Review*, 94(2), 179-203. <https://doi.org/10.2308/accr-52198>
- Dyreg, S. D., Hanlon, M., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2017). Changes in corporate effective tax rates over the past 25 years. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 441-463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.001>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., Serafeim, G., Seth, D., & Ming, C. C. Y. (2013). The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy: Interaction. *Harvard Business Review*, 91(7), 17-18. <https://hbr.org/2013/05/the-performance-frontier-innovating-for-a-sustainable-strategy>
- Ed-Dafali, S., Patel, R. & Iqbal, N. (2023). A bibliometric review of dividend policy literature. *Research in International Business and Finance*, 65, Article 101987. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.101987>

- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3-17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- Edwards, A., Schwab, C., & Shevlin, T. (2016). Financial constraints and cash tax savings. *The Accounting Review*, 91(3), 859-881. <https://doi.org/10.2308/accr-51282>
- Eichholtz, P., Holtermans, R., Kok, N., & Yonder, E. (2019). Environmental performance and the cost of debt: Evidence from commercial mortgages and REIT bonds. *Journal of Banking & Finance*, 102, 19-32. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.015>
- Erdas, M. L., & Simoes, E. B. (2020). The relationship between audit mechanisms and dividend payout policy within the framework of corporate governance: The case of Turkey. *Journal of Economy Culture and Society*, 62, 255–284. DOI :10.26650/JECS2019-0120
- Faria, C. T. D. A., & Silva, D. M. da. (2014). A adoção do CPC PME: Contabilidade para pequenas e médias empresas. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 8(3). <https://doi.org/10.9771/rcufba.v8i3.9794>
- Fernandes, B. A.O. F., & Fernandes, J. W. N. (2016). Escrituração dos fatos contábeis das pequenas e médias empresas do Estado do Pará: Uma análise com os profissionais de contabilidade. *Revista Paraense de Contabilidade*, 1(1). <https://crcpa.org.br/revistaparaense/index.php/crcpa/article/view/11>
- Fish, A. J. M., Kim, D., & Venkatraman, S. (2019, Novembro 17). The ESG Sacrifice. *SSRN*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3488475>
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1),85-106. <https://doi.org/10.1111/0045-3609.00066>
- Francis, B., Hasan, I., Song, L., & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*. 15, 57-71. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.002>
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=263511>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2011). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *Corporate Governance*, 11(1), 41-53. <https://doi.org/10.1108/14720701111108835>
- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, Article 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gomes, B. I. B. O., Brugni, T. V., & Beiruth, A. X. (2021). Governança Corporativa, Agressividade Fiscal e Restrições Financeiras no Brasil. *Contabilometria*, 8(1), 36-54. <https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/contabilometria/article/view/2130>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1963.tb00722.x>
- Green, D. H., & Kerr, J. N. (2016). How Do Firms Use Cash Tax Savings? A Cross-country Analysis. *Journal of the American Taxation Association* 44(1),93-121. <https://doi.org/10.2308/JATA-19-027>
- Gregory, R. P. (2022). ESG activities and firm cash flow. *Global Finance Journal*, 52, Article 100698. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100698>
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*, 124, 633-657. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1898-5>
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M., & Xu, P. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: Evidence from US commercial banks. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 418-436. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00882.x>
- Guenther, D. A., Njoroge, K., & Williams, B. M. (2020). Allocation of internal cash flow when firms pay less tax. *The Accounting Review*, 95(5), 185-210. <https://doi.org/10.2308/accr-52623>
- Gul, F. A., & Ng, A. C. (2017). Agency Costs of Free Cash Flows and Investments in Business Sustainability. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=3003629>
- Ha, J. (2019). Agency costs of free cash flow and conditional conservatism. *Advances in Accounting*, 46, Article 100417. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2019.04.002>
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>

- Hanlon, M., Maydew, E. L., & Saavedra, D. (2017). The taxman cometh: Does tax uncertainty affect corporate cash holdings? *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1198-1228. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11142-017-9398-y>
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting theory* (5^a ed.). Richard Irwin Inc.
- Hlel, K., Kahloul, I., & Bouzgarrou, H. (2020). IFRS adoption, corporate governance and management earnings forecasts. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(2), 325-342. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2019-0007>
- Hubbard, R. G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225. <http://www.jstor.org/stable/2564955>
- Jafeel, A. Y., Abdalla, Y. A., Abdalla, A. A., & Warsame, M. H. (2023). How corporate governance quality affects investment efficiency? An empirical analysis of nonfinancial companies in the Gulf Cooperation Council 2015-2020. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2198061>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership, structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:3:y:1976:i:4:p:305-360>
- Jeon, J. Q., Lee, C., & Moffett, C. M. (2011). Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 344-375. [10.1016/j.finmar.2010.08.001](https://doi.org/10.1016/j.finmar.2010.08.001)
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437. <https://www.jstor.org/stable/258852>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency: Tax avoidance & invest. *Abacus*, 54(4), 547-575. <https://doi.org/10.1111/abac.12142>
- Kikwiye, I. R. (2021). Relevance of multinationals' involvement in corporate social responsibility practices in Tanzania. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7(3), 247-268. <https://doi.org/10.1504/AJAAF.2021.116838>

- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00299.x>
- Kanojia, S., & Bhatia, B. S. (2022). Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. *Journal of Management and Governance*, 26(4), 1339-1373. <https://doi.org/10.1007/s10997-021-09587-5>
- Kos, S. R., Espejo, M. M. D. S. B., Raifur, L., & Anjos, R. P. (2014). Compreensão e utilização da informação contábil pelos micro e pequenos empreendedores em seu processo de gestão. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(3), 35-50. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i3.21069>
- Kovermann, J., & Velte, P. (2019). The impact of corporate governance on corporate tax avoidance - A literature review. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 36, Article 100270. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2019.100270>
- La Porta, R., F. Lopez-De-Salinas, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policy around the world, *Journal of Finance* 55, 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Larcker, D.F., Richardson, S.A., & Tuna, I. (2007) Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.4.963>
- Lei, Q., & Chen, H. (2019). Corporate governance boundary, debt constraint, and investment efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1091-1108. doi.org/10.1080/1540496X.2018.1526078
- Leone, N. M. C. P. G. (1999). As especificidades das pequenas e médias empresas. *Revista de Administração FEA/USP*, 34(2), 91-94. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/18123/as-especificidades-das-pequenas-e-medias-empresas/i/pt-br>
- Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes, *Research Affiliates*. <https://www.researchaffiliates.com/content/dam/ra/publications/pdf/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf>
- Lietz, G. M. (2013). Tax Avoidance vs. Tax Aggressiveness: A Unifying Conceptual Framework (2013). *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=2363828>
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Mainardes, E. W., Vieira, V. A., & Rodrigues, D. C. (2022). *Manual da Qualidade de Serviços em Escritórios de Contabilidade*. Letramento.

- Marchesi, R. F., & Zanoteli, E. J. (2020). Agressividade Fiscal e Investimentos no Mercado Acionário Brasileiro. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 13(3). 65-83. <https://doi.org/10.14392/asaa.2020130304>
- Marques, V. A., Alencastre, B. Z., Campos, B. D. S., Louzada, L. C., & Martinez, A. L. (2020, Julho 29-31). *Agressividade tributária, nível de investimentos e desempenho: Evidências empíricas no mercado Brasileiro* [Artigo apresentado]. XX USP International Conference in Accounting, São Paulo, SP, Brasil. <https://congressosp.fipecafi.org/anais/20Usplnternational/ArtigosDownload/2065.pdf>
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: Um survey da literatura. *BBR - Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31. <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123029355001.pdf>
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade tributária: Um survey da literatura. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, (REPEC)*, 11(Edição Especial),106-124. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1724>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. <http://www.jstor.org/stable/2351143>
- Monks, R. A. (2002). Creating value through corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*. 10(3), 116-123. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00277>
- Moreira, M. M., Puga, F. P. (2000). Como a Indústria Financia o seu Crescimento. Uma análise do Brasil Pós Real. *Revista de Economia Contemporânea*, 5(Especial), 1-39. <https://revistas.ufrj.br/index.php/rec/article/view/19706>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Olofsson, P., Rahlom, A., Uddin, G. S., Troster, V., & Kang, S. H. (2021). Ethical and unethical investments under extreme market conditions. *International Review of Financial Analysis*, 78, Article 101952. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101952>
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.009>
- Park, J. (2019). Financial constraints and the cash flow sensitivities of external financing: Evidence from Korea. *Research in International Business and Finance*, 49, 241-250. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.007>

- Porter, M. E., & Linde, C. V. D. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97-118. DOI: 10.1257/jep.9.4.97
- Petrasek, L. (2012). Do transparent firms pay out more cash to shareholders? Evidence from international cross-listings. *Financial Management*, 41(3), 615–636. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01192.x>
- Pettenuzzo, D., Sabbatucci, R., & Timmermann, A. (2023). Dividend suspensions and cash flows during the Covid-19 pandemic: A dynamic econometric model. *Journal of Econometrics*, 235(2), 1522-1541. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2022.11.008>
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Rakotomavo, M. T. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199–207. <https://doi.org/10.1108/17471111211234833>
- Ramalingegowda, S., Wang, C., & Yu, Y., (2013). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *The Accounting Review*. 88 (3), 1007–1039. <https://doi.org/10.2308/accr-50387>
- Receita Federal do Brasil. (2023). *Relatório Anual de Fiscalização 2022-2023*. <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/fiscalizacao/relatorio-anual-de-fiscalizacao-2022-2023.pdf/@@download/file>
- Rego, S. O., & Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 775-810. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00438.x>
- Reis, E. M., Ferreira, H. L., Nunes, K. J. F. S & Cunha, J. V. A. (2023). Accruals pela Abordagem da Demonstração de Fluxo de Caixa e do Balanço Patrimonial: Uma análise comparativa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 17(1), 45-60. <https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3170>
- Richard, O. C., Murthi, B. S., & Ismail, K. (2007). The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context. *Strategic Management Journal*, 28(12), 1213-1233. <https://doi.org/10.1002/smj.633>
- Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2), 159-189. <http://dx.doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>

- Rochmah, H. N., Ardianto, A. & Ntim, C. G. (2020) Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1812927>
- Rosito, E. M. (2022). *Efeito da agressividade tributária na Política de Dividendos das companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão S.A. (B3)*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul]. Lume Repositório Digital UFRGS <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/247622/001147598.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Saini, M., Aggarwal, V., Dhingra, B., Kumar, P., & Yadav, M. (2023). "ESG and financial variables: a systematic review", *International Journal of Law and Management*, 65(6), 663-682. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-02-2023-0033>
- Salvi, A., Nirino, N., Battisti, E., & Gianfrancesco, I. (2024). Payout policy and ESG: A European investigation. *Research in International Business and Finance*, 68, 102189. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102189>
- Santos, M. A. C., Anjos, L. C. M., Cavalcante, P. R. N., & Monte, P. A. do. (2016) ITG 1000, Risco de Detecção e Informação Contábil: Uma Análise Teórica sobre a Relação Custo versus Benefício para as Microempresas e Empresas de Pequeno Porte. *Brazilian Business Review*, 13(3),50-71. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.3.3>
- Scarpa, F., & Signori, S. (2023). Understanding corporate tax responsibility: A systematic literature review. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(7), 179-201. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-04-2022-0200>
- Scholes, M. S., & Wolfson, M. A. (1992). *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*. Prentice Hall Inc.
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 321-387. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00022-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00022-2)
- Sheehan, N. T., Vaidyanathan, G., Fox, K. A., & Klassen, M. (2023). Making the invisible, visible: Overcoming barriers to ESG performance with an ESG mindset. *Business Horizons*, 66(2), 265-276. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2022.07.003>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, B. A. D. O., Caixe, D. F., & Krauter, E. (2019). Governança corporativa e sensibilidade investimento-fluxo de caixa no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 17(2), 72-86. doi:10.12660/rbfin.v17n2.2019.78083
- Souza, D. H.O, Peixoto, F. M., & Santos, M. A. (2016). Efeitos da governança corporativa na distribuição de dividendos: Um estudo em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(1), 058-079. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/197>

- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <http://www.jstor.org/stable/1882010>
- Starks, L. T. (2023). Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values. *The Journal of Finance*, 78(4), 1837-1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Suman, S., & Singh, S. (2021). Corporate governance mechanisms and corporate investments: Evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(3), 635-656. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-09-2019-0453>
- The Global Compact. (2004). Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world. <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>
- Thompson, J. H., & Buttross, T. E. (1988). Return to cash flow. *The CPA Journal*, 58(3), 30. <https://www.proquest.com/openview/ae2d550606a5075ab62d11e1d77d34b6/1?pq-origsite=gscholar&cbl=41798>
- Talamo, G. (2011). Corporate governance and capital flows. *Corporate Governance*: 11(3), 228-243. <https://doi.org/10.1108/14720701111138661>
- Vello, A. P. C., & Martinez, A. L. (2014). Planejamento tributário eficiente: Uma análise de sua relação com o risco de mercado. *Revista Contemporânea de Contabilidade*. 11(23), 117-140. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n23p117>
- Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=930922>
- Wang, C., & Yu, M. (2021). The impact of forecasting cash flows on enhancing analysts' own earnings forecasts: International evidence and the effect of IFRS adoption. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(3), 237-258. <https://doi.org/10.1111/jifm.12129>
- Wang, F., Xu, S., Sun, J., & Cullinan, C. P. (2020). Corporate tax avoidance: A literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 34(4), 793-811. <https://doi.org/10.1111/joes.12347>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>

- Xu, Q. & Kim, T. (2022). Financial Constraints and Corporate Environmental Policies. *The Review of Financial Studies*, 35(2), 576–635. doi:10.1093/rfs/hhab056
- Zahid, R. M. A., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I. C. (2023). ESG, Dividend Payout Policy and the Moderating role of Audit Quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review*. 23 (2), 350-367. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.012>

Capítulo 4

ANÁLISE DO IMPACTO DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS ESG NA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS UTILIZANDO UM MODELO DE FLUXO DE CAIXA

RESUMO

Este artigo avalia o impacto da adoção de práticas ESG na distribuição de dividendos, utilizando um modelo de fluxo de caixa da literatura de finanças. Partindo da contraposição entre a teoria da primazia do acionista e a teoria dos stakeholders e considerando a ampla literatura sustentando que a adoção do ESG melhora a performance da empresa, busca-se avaliar se este melhor desempenho é distribuído ao acionista sob a forma de dividendos. A teoria da primazia do acionista assevera que todo esforço da empresa deve ser direcionado à maximização do retorno do acionista, sendo desafiada pela teoria dos stakeholders, ao ampliar os interessados nos resultados corporativos, incluindo não só os acionistas, mas todas as partes relacionadas, como comunidade, empregados, acionistas, governos e outros. Vários estudos apontam que a adoção de práticas ESG, apesar de impactarem negativamente os resultados de curto prazo pelo aumento de despesas e investimentos em novas tecnologias, implicam em resultados melhores no longo prazo, seja pelo reconhecimento dos consumidores ou pela maior produtividade advinda do desenvolvimento ou aquisição de novas tecnologias. Este estudo buscou identificar, analisando os diversos usos de caixa da empresa, a quais interessados são distribuídos os resultados adicionais eventualmente auferidos pelas empresas. Argumenta-se que os acionistas devem ser os maiores contemplados com estes resultados, por meio da distribuição de dividendos, considerando o grande apelo para investimentos ESG, ancorado na melhor performance das empresas que adotam tais práticas. Os resultados apontaram que, em média, a adoção de práticas ESG influencia a utilização dos fluxos de caixa, levando a um aumento na distribuição de dividendos e nos investimentos.

Palavras-Chaves: dividendos; ESG; fluxo de caixa.

1 INTRODUÇÃO

A demonstração dos fluxos de caixa é um conjunto de informações relevantes sobre a empresa disponibilizada aos usuários, possibilitando avaliar a capacidade de geração de caixa e as necessidades e usos destes recursos. Hendriksen e Van Breda (1992) consideram que o fluxo de caixa, quando utilizado em conjunto com outras informações, pode ser uma ferramenta valiosa para a avaliação da empresa e projeção de dividendos, por exemplo, por não apresentar as distorções deliberadas e naturais advindas das alocações de preços históricos, provisões e outros registros, o que é comum em demonstrações contábeis. O objetivo deste trabalho é identificar as relações entre os fluxos de caixa da empresa e a adoção de práticas ESG, buscando evidências de como a adoção destas práticas impacta a aplicação dos fluxos de caixa, com ênfase na distribuição de dividendos.

Estudos apontam a importância e versatilidade do fluxo de caixa na avaliação retrospectiva e prospectiva das empresas. Wang e Yu (2021) observaram que as projeções de fluxo de caixa melhoram a acurácia na previsão de lucros pelos analistas. Reis et al. (2023) compararam os cálculos dos *accruals* utilizando a demonstração dos fluxos de caixa (DFC) com a utilização da abordagem do Balanço Patrimonial e verificaram que a utilização da DFC se mostrou mais adequada. A mensuração dos *accruals* é de significativa importância na literatura contábil para avaliar práticas de gerenciamento de resultados e propriedades dos lucros, já que o lucro pode ser decomposto em fluxo de caixa, impactados pelas decisões operacionais, e em *accruals* (Martinez, 2013; Reis et al., 2023).

No entanto, mais do que resultados econômicos, a sociedade vem apresentando expectativas sobre retornos abrangentes a serem alcançados pelas

empresas, envolvendo não apenas métricas financeiras, mas o impacto geral das atividades empresariais na sociedade e no meio ambiente. Esperam-se práticas e resultados sustentáveis que atendam questões ambientais, sociais e de governança corporativa, ou, dos termos em inglês, *Environmental, Social and Governance* (ESG). Dechow (2023) afirma que uma empresa contribui para o desenvolvimento sustentável quando os seus lucros crescentes são utilizados na contratação justa da mão de obra, oferta de produtos saudáveis, pagamento de impostos e melhorias ambientais.

Em contraponto, Edmans (2023) sugere que as práticas ESG não são mais relevantes que os demais ativos intangíveis da empresa que proporcionam a geração de valor a longo prazo. Para o autor, o investimento em fatores ESG de longo prazo é um investimento tão relevante como qualquer outro impulsionador do valor da empresa. Compartilhando parcialmente tal entendimento, Starks (2023) discute a influência dos valores morais e do valor, no sentido econômico, na decisão de investimentos ESG, sendo necessário um maior esclarecimento sobre o que representa a abordagem ESG. Ambos reconhecem a necessidade de métricas financeiras para avaliar ESG, ainda que atreladas a aspectos menos divulgados, como ativos intangíveis relacionadas a cultura da organização. Tal ponto de vista é coerente com Chasiotis et al. (2020), que consideram a reputação ESG relacionada ao desempenho financeiro e operacional, pois influencia as principais partes interessadas, como investidores, analistas financeiros, recursos humanos, clientes e fornecedores.

A análise dos efeitos nas empresas da adoção de práticas ESG vem direcionando pesquisas nas áreas econômica, contábil, financeira e de gestão (Gregory, 2022). Apesar do interesse acadêmico e dos praticantes, ainda não há uma

visão única sobre como e quais informações relacionadas a ESG impactam no valor da empresa (Derrien et al., 2021; Gillan et al., 2021).

Chams et al. (2021), apoiados na literatura, definem ESG como o desempenho não financeiro da empresa, gerando atividades ambientais (consumo e alocação eficientes de recursos ambientais), atividades sociais (gestão dos recursos humanos e relacionamento dos clientes com a marca) e atividades de governança (obrigações legais para com a sociedade e o bom desempenho das empresas). Saini et al. (2023) apontam que a adoção de práticas ESG constitui, do ponto de vista tradicional, uma despesa adicional para as empresas, reduzindo a rentabilidade e a eficiência. Asseveram, baseados na Hipótese de Porter, que a adoção de novas tecnologias podem gerar economias que cubram estas despesas e proporcionem melhores retornos no futuro.

Chams et al. (2021), ao analisarem se a adoção de práticas ESG impactavam o desempenho financeiro das empresas ou se as empresas adotavam práticas ESG porque apresentavam um bom desempenho financeiro, encontraram uma associação positiva e estatisticamente significativa entre desempenho financeiro e ESG. Xie et al. (2019) verificaram que empresas com melhores divulgações sobre atividades ESG adquirem uma vantagem competitiva em relação àquelas com pouca divulgação; demonstraram ainda que práticas ESG apresentam relações não negativas com eficiência organizacional e ROA.

Observa-se o crescente interesse no entendimento dos aspectos materiais observáveis e comparáveis relacionados a adoção de práticas ESG pelas empresas e suas consequências na sociedade, como proposto por Dechow (2023). No mesmo passo, segue relevante a avaliação do desempenho econômico-financeiro específico da empresa que, se por um lado, usufrui do ambiente, da biodiversidade e de outros

recursos disponíveis com custos suportados pela sociedade (Dechow, 2023), por outro lado, complementa os serviços públicos oferecidos pelo governo ao compartilhar com a sociedade os benefícios da sua governança socioambiental, suportando sozinha estes custos (Kikwiye, 2021; Xu & Kim, 2022). Neste contexto, uma exploração mais ampliada das informações contidas na demonstração dos fluxos de caixa das empresas apresenta-se como uma relevante possibilidade de obtenção de informações e inferências sobre o comportamento econômico-financeiro das empresas em relação a adoção de práticas ESG.

De acordo com a literatura, a adoção de práticas ESG pode trazer impactos negativos ao fluxo de caixa no curto prazo devido ao aumento de custo operacionais, aumento no custo de divulgações, aquisição e desenvolvimento de novas tecnologias, dentre outros. Contudo, fundamentado na teoria dos stakeholders, a qual sugere que práticas ESG e desempenho financeiro são sinérgicos e equilibram os interesses das partes envolvidas (Chams et al., 2021; Chen & Xie, 2022), os impactos da adoção do ESG podem ser recompensados com retornos a médio e longo prazo pela melhoria da competitividade, inovações obtidas em processos e produtos, melhor reputação e menor exposição a riscos e custos externos (Bose, 2018; Chams et al., 2021; Chen & Xie, 2022; Clark et al., 2015; Eccles et al., 2013; Jones, 1995; Khan et al., 2016; Eccles et al., 2014; Olofsson et al., 2021).

Para abordar esta questão, foram avaliados os fluxos de caixa e seus componentes, analisando os impactos da adoção de práticas ESG e comparando empresas que adotam essas práticas com as que não adotam. Utilizando uma abordagem da literatura financeira baseada em Chang et al. (2014), o fluxo de caixa gerado internamente foi decomposto para verificar como variações em custos e despesas afetam sua utilização. Especificamente, foi analisado se eventuais

melhorias na performance econômico-financeira das empresas decorrentes das práticas ESG, são direcionadas aos acionistas por meio da distribuição de dividendos.

Os resultados obtidos indicam que, em média, as empresas com níveis mais elevados de ESG utilizam uma maior proporção tanto do fluxo de caixa operacional antes de deduzidos os custos e salários, quanto dos fluxos adicionais obtidos, para pagamento de dividendos, em comparação as demais empresas. Estes resultados são coerentes com outras pesquisas como Gul e Ng (2017), Benlemlih (2019), Salvi et al. (2024).

Outras pesquisas avaliaram a adoção de práticas ESG e a distribuição de dividendos, encontrando uma relação positiva (Cheung et al., 2018; Erdas & Simões, 2020; Rakotomavo, 2012). Neste estudo foi analisada a alocação dos eventuais acréscimos no fluxo de caixa decorrente da adoção de práticas ESG. Ademais, endereça o mercado brasileiro, uma economia emergente, que atrai a atenção do mundo inteiro pela expressividade dos seus recursos naturais e no qual as empresas a cada dia, aumentam o seu envolvimento com ESG (Bolzani, 2022).

Ao fornecer evidências do impacto da adoção de práticas ESG na utilização dos fluxos de caixa, este trabalho pode identificar e informar aos interessados as possíveis mudanças ocorridas na origem e utilização dos fluxos, sendo de interesse para investidores, credores, gestores, acadêmicos e demais interessados, que poderão avaliar o alinhamento da adoção destas práticas a seus interesses individuais e ao interesse coletivo.

Esta pesquisa também contribui para o melhor entendimento dos efeitos das atividades ESG sobre os fluxos de caixa das operações, já que um maior número de pesquisas se dedicou aos aspectos relacionados ao risco (lucratividade e menor

exposição ao risco de cauda) e à redução do custo de capital (Giese et al., 2019; Gregory, 2022).

2 REVISÃO DA LITERATURA

O investimento ESG está relacionado à classe de investimentos conhecida como sustentáveis, abrangendo aqueles que buscam retornos positivos e produzem impactos de longo prazo na sociedade, no meio ambiente e no desempenho do negócio (Fish et al., 2019). O estudo das questões ligadas à sustentabilidade não são tão recentes, apesar do termo ESG ter surgido provavelmente por volta de vinte anos atrás, quando o Secretário Geral das Nações Unidas convidou diversas instituições para participarem do desenvolvimento de diretrizes e recomendações sobre como integrar melhor as questões ambientais, sociais e de governança corporativa nos negócios (The Global Compact, 2004; Dechow, 2023). Antes disso, as questões envolvendo a sustentabilidade ambiental, aspectos sociais, governança corporativa, relacionamento com acionistas e demais partes interessadas foram abordadas em contextos diferentes dos atuais e na maioria das vezes, utilizando outros termos.

Pode-se partir de Friedman (1962; 1970), não necessariamente o primeiro a abordar o tema, mas que propôs as bases da teoria da supremacia do acionista. Para ele a responsabilidade é inerente a indivíduos e não a empresas, afirmando que as empresas devem focar em atividades que entreguem lucros e valor para os acionistas, mantendo-se dentro das regras, em concorrência aberta e livre, sem engano ou fraude (Cornell & Damodaran, 2020). De acordo com esta teoria, o objetivo da empresa é totalmente focado no interesse dos acionistas; a eficácia da governança se traduz na proteção dos direitos e interesses dos acionistas e eventual utilização de recursos em causas ambientais ou sociais constituem uma despesa adicional para o negócio, reduzindo a rentabilidade com impactos no lucro e no valor da empresa (Chen & Xie, 2022; Saini et al., 2023). Além disso, a aplicação de recursos em atividades e práticas

ESG pode causar custos adicionais de agência e alocação ineficiente de recursos (Xie et al., 2019).

A teoria dos stakeholders, defendida por Freeman e McVea (2001), considera que as empresas devem levar em conta não apenas os interesses dos acionistas, mas de todas as partes interessadas, incluindo funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais, governo e outros grupos afetados pela empresa. A teoria dos stakeholders reivindica uma relação sinérgica entre práticas ESG e desempenho financeiro, equilibrando e considerando o interesse de todas as partes interessadas no processo de tomada de decisões estratégicas e operacionais, enfatizando a ética empresarial e social. (Chams et al., 2021; Chen & Xie, 2022). Argumenta-se que as empresas, ao adotarem essa abordagem, apresentam melhor competitividade, reduzem custos de transação, reduzem as externalidades e exibem melhor desempenho global, aumentando o valor da empresa (Chams et al., 2021; Chen & Xie, 2022; Jones, 1995; Olofsson et al., 2021).

Porter e Linde (1995) propuseram uma hipótese que também desafiou a visão de Friedman sobre a responsabilidade social atribuída às empresas ao argumentar que a adoção de práticas sustentáveis resultaria em estratégias que poderiam beneficiar tanto a sociedade quanto as empresas, garantindo vantagens competitivas de três maneiras diferentes. A primeira, por meio da adoção de práticas de responsabilidade social para diferenciação de produtos e serviços, isto porque os consumidores estão mais conscientes das questões sociais e ambientais e dispostos a apoiar empresas sustentáveis e éticas, resultando em uma vantagem competitiva. A segunda, pela redução de custos ao adotar práticas ambientalmente responsáveis, como eficiência energética, gestão sustentável de recursos e redução de desperdícios, levando a uma diminuição de custos e possível aumento da eficiência

operacional. A terceira, pela atratividade para investidores e funcionários, que segundo a hipótese de Porter, estão cada vez mais interessados nas práticas responsáveis das empresas, seja porque são vistas como menos arriscadas e mais sustentáveis a longo prazo, seja porque impactam a sociedade positivamente. A responsabilidade social pode ser uma fonte de inovação e vantagem competitiva que por sua vez proporciona o aumento das receitas que podem cobrir custos da sua adoção (Ambec et al., 2013; Saini et al., 2023).

Ainda como base na literatura ESG, tem-se a teoria da legitimidade, sugerindo que as empresas possuem um acordo social implícito e utilizam estratégias de divulgação para conquistarem aceitação social e legitimidade, situação na qual os valores da empresa são coerentes com os valores do ambiente no qual ela atua (Deegan, 2019; Saini et al., 2023; Suchman, 1995). Por último, a teoria da sinalização, formulada por Spence (1973), objetiva reduzir o desequilíbrio informacional entre os agentes de um mercado, orientando a maneira que o detentor da informação irá divulgá-la (Bergh et al., 2014), complementando a literatura de apoio ao ESG.

A teoria dos stakeholders, apoiada na hipótese de Porter, exhibe um relevante arcabouço teórico sobre a adoção e melhoria de práticas ESG. Melhorar o desempenho ESG implica na redução ou eliminação dos danos que as empresas impõem à sociedade, optando por investimentos limpos menos poluentes, com menores emissão de carbono, mais eficientes na utilização dos recursos, promovendo o bem-estar dos funcionários, a diversidade e reduzindo o impacto na comunidade (Sheehan et al., 2023). Ao focar em todas as partes envolvidas e na adoção de práticas sustentáveis e socialmente relevantes, em tese, a empresa deve adquirir vantagens competitivas e apresentar maior eficiência operacional e financeira (Fombrun et al., 2000; Jones, 1995; Saini et al., 2023; Xie et al., 2019). A teoria da

legitimidade e da sinalização completam a estrutura de divulgação do ESG, o que é relevante para que a estratégia da empresa possa ser percebida e valorizada por todas as partes relacionadas, servindo como um agente de promoção do ESG. Neste sentido, Buallay (2019) identificou que relatórios sobre responsabilidade social corporativa contribuíram para a promoção e divulgação de práticas ESG, com benefícios para todas as partes interessadas.

No entanto, a dificuldade em identificar e medir o que exatamente ESG e suas métricas representam (Clément et al., 2023; Cornell & Damodaran, 2020; Saini et al., 2023), continua como um grande desafio para praticantes e pesquisadores. É comum encontrar pesquisas que desenvolveram critérios próprios ou adotaram índices desenvolvidos por outras entidades englobando uma gama enorme de indicadores, como verificado por Fish et al. (2019), ao constatarem a existência de mais de 600 classificações ESG produzidas em todo o mundo em 2018. No mesmo sentido, Li e Polychronopoulos (2020) identificaram 70 organizações diferentes que forneciam algum tipo de classificação ESG. Ainda assim há um expressivo número de pesquisas nas áreas de finanças e contabilidade direcionadas a ESG, relacionando a adoção destas práticas ao desempenho econômico-financeiro das empresas.

Friede et al. (2015) informam que a busca da relação existente entre adoção de práticas ESG e o desempenho financeiro remonta ao início da década de 1970. Não obstante o volume de pesquisas realizadas, a falta de consistência nos resultados tem direcionado pesquisadores a explorar ainda mais as relações entre ESG e decisões financeiras (Bilyay-Erdogan et al., 2023). Chams et al. (2021) avalia que dada a falta de resultados conclusivos e consenso entre os pesquisadores, o debate em curso sobre o relação entre ESG e desempenho financeiro continua aberto. Christensen et al. (2021) apontam que uma maneira de avaliar os efeitos do aumento

das classificações ESG, é estudar a associação com o desempenho financeiro, verificando se as empresas fazem bem ao fazerem o bem. A avaliação das informações do fluxo de caixa das empresa pode se inserir neste propósito.

Giese et al. (2019), considerando um modelo padrão de fluxo de caixa descontado, utilizado para avaliação de empresas, apontam três maneiras, ou três canais de transmissão, pela qual as atividades ESG podem aumentar o valor da empresa. A primeira ocorre por meio do aumento dos fluxos de caixa devido ao aumento das receitas ou redução dos custos. A segunda está relacionada a redução do risco, que contempla uma maior lucratividade e menor exposição ao risco de cauda. A terceira está relacionada à redução do custo de capital da empresa. Segundo Gregory (2022) a literatura sobre o efeito das atividades ESG nos fluxos de caixa ainda é escassa.

O fluxo de caixa livre para a empresa, segundo Jensen (1986) é o valor residual do fluxo de caixa após excluir os valores necessário para financiar projetos que apresentem valor presente líquido positivo. Gul e Ng (2017) investigaram as decisões de investimento do fluxo de caixa livre das empresas em relação à fatores ESG e como o mercado avalia estes investimentos. Para estes pesquisadores, investir em sustentabilidade é caro e exige longos períodos para retorno do valor investido. Os resultados apontaram que empresas com valores elevados de fluxos de caixa livre estão associadas a maiores investimentos em fatores ESG, e que estas empresas eram mais valorizadas pelo mercado quando comparadas a empresas semelhantes com baixos investimentos ESG.

Seguindo a hipótese de Porter, ao investirem em atividades ESG, em especial nas atividades ambientais, as empresas podem desenvolver vantagens competitivas que contribuirão ou para o aumento das suas receitas ou para a redução do custo dos

produtos ou mercadorias ou serviços vendidos, ou para ambos, ao mesmo tempo que utilizam de forma mais eficiente recursos como água, energia e outras utilidades, implicando em maior lucratividade, que por sua vez pode resultar em maiores dividendos. (Giese et al., 2019; Gregory et al., 2014). No mesmo sentido, o investimento em atividades sociais reduz o risco reputacional (Chasiotis et al., 2023) e conferem uma vantagem competitiva sustentável à empresa (Coelho et al. 2023). Boas relações corporativas com stakeholders, incluindo empregados, comunidade e clientes, impactam positivamente o desempenho operacional (Preston & O'bannon, 1997; Richard et al., 2007) e se traduzem em maior valor para a empresa (Borgers et al., 2013), reduzindo riscos externos e riscos relacionados a demandas relativos à força de trabalho. Também pode-se argumentar eventual redução das despesas totais com a força de trabalho ao reduzir a rotatividade do pessoal e obter maior produtividade.

Para Olofsson et al. (2021), empresas com investimentos éticos são menos afetadas por crises financeiras. Ainda neste sentido, empresas com maior pontuação ESG apresentam menor risco sistemático devido a menor vulnerabilidade a choques sistemáticos de mercado, sendo exigida uma menor taxa de retorno pelos investidores e traduzindo, em última análise, em menor custo de capital (Giese et al., 2019). Outros pesquisadores verificaram que a divulgação de informações ESG reduz tanto o risco de financiamento quanto o custo de capital (Atif & Ali, 2021; Banerjee et al., 2020; Eichholtz et al., 2019). A redução do custo de capital pode representar menores despesas financeiras, seja devido ao menor volume de recursos de terceiros ou pela redução dos spreads devido ao menor risco.

Com base na literatura, pode-se avaliar que a adoção de práticas ESG impacta o fluxo de caixa da empresa de diversas maneiras. Primeiro, a empresa pode adquirir

vantagens competitivas que aumentem as suas receitas e reduzam seus custos. Segundo, a empresa pode desenvolver métodos mais eficientes de utilização de recursos e também evitar riscos que impactem a sociedade, reduzindo suas despesas. Terceiro, a empresa pode adotar práticas sociais que impliquem melhores relações com a sua força de trabalho, reduzindo riscos relativos a demandas trabalhistas e aumentando a produtividade, o que se traduz em menor custo com salários. Por último, ao adotar práticas ESG, a empresa pode apresentar menor risco sistemático e por consequência, menor custo de capital, o que pode levar a uma redução das suas despesas financeiras. Este conjunto de economias ou melhorias da lucratividade implicam em menores desembolsos de caixa, impactando positivamente o fluxo de caixa gerado internamente nas operações.

A distribuição de dividendos está entre os principais usos propostos para o caixa gerado internamente (Chien et al.,2020). Parte da literatura, consoante a teoria das partes interessadas e a hipótese de Porter, afirma que a adoção de práticas ESG melhora a performance da empresa. Isto pode ser entendido como melhores resultados, gerando recursos adicionais que excedem as despesas decorrentes da adoção de práticas ESG. Considerando o acionista como o destinatário final do resultado da empresa, tem-se a seguinte hipótese:

H1: As empresas com melhores indicadores ESG utilizam o fluxo de caixa adicional gerado nas operações para pagamento de dividendos.

Para testar a hipótese será utilizada uma abordagem da literatura de finanças que permite estimar como cada unidade monetária do fluxo de caixa da empresa é usado (Chang et al., 2014). Nesta abordagem, o fluxo de caixa operacional é desdobrado em seus diversos componentes, permitindo aferir como a adoção de práticas ESG impactou a utilização dos fluxos de caixa gerados pela empresa.

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Nesta pesquisa são utilizados dados de empresas públicas brasileiras (com ações negociadas pelo público em geral) disponíveis nas bases de dados Comdinheiro e Refinitiv. A amostra inclui observações dos anos de 2010 a 2023, sendo que o início do período corresponde ao momento da adoção das regras internacionais de contabilidade no Brasil.

Inicialmente foram coletadas 5.409 observações empresas/ano, sendo excluídas as observações relativas a bancos (297 observações), seguradoras (66 observações), resseguradoras (8 observações) e sociedades de crédito e financiamento (23 observações), restando 5.015 observações. As empresas excluídas seguem regulamentação específica, o que poderia distorcer os resultados da pesquisa. Foram ainda excluídas 318 observações relativas ao ano de 2009 (coletadas inicialmente para o cálculo de variáveis *lag*) e outras 2.057 observações cujos dados não foram suficientes para obtenção das variáveis exigidas pela pesquisa, restando ao final 2.640 observações.

Os dados dispostos em painel, correspondem às 2.640 observações empresas-ano que apresentam todas as variáveis necessárias para o desenvolvimento da pesquisa.

3.2 DESENVOLVIMENTO DA PESQUISA E MODELO EMPÍRICO

A hipótese da pesquisa aduz que as empresas com melhores indicadores ESG utilizam o eventual fluxo de caixa adicional gerado nas operações para o pagamento

de dividendos. Para isso é necessário decompor o fluxo de caixa nas suas fontes e usos de recursos, verificando como são direcionados os recursos adicionais oriundos da maior lucratividade ou da redução de custos e despesas. A equação básica ou identidade do fluxo de caixa, apoiada na literatura financeira e desenvolvida por Chang et al. (2014), permite avaliar como a empresa utiliza cada unidade monetária adicional do seu fluxo de caixa gerado internamente. A partir da equação do fluxo de caixa:

$$FCO + FCI + FCF = VCX ,$$

onde FCO é o fluxo de caixa das operações, FCI é o fluxo de caixa de investimentos, FCF é o fluxo de caixa de financiamentos e VCX é a variação líquida de caixa, Chang et al. (2014) apresentou a identidade do fluxo de caixa. A equação que representa esta identidade, baseada nos fluxos de fundos é:

$$Inv_t + \Delta Cash_t + Div_t - \Delta D_t - \Delta E_t = CF_t \quad (1)$$

onde investimento (*Inv*), variação nos saldos mantidos em caixa ($\Delta Cash$) e dividendos pagos (*Div*) são usos de fundos e variação no saldo da dívida (ΔD), variação no valor do capital próprio (ΔE) e o fluxo de caixa gerado internamente (*CF*) são fontes de fundos.

A literatura apresenta vários estudos relacionados ao fluxo de caixa que utilizam a estrutura proposta por Chang et al. (2014), como por exemplo, Agyei-Boapeah e Machokoto (2018), Chien et al. (2020), Guenther et al. (2020) e Park (2019). Acompanhando Guenther et al., (2020), a equação do fluxo de caixa foi expandida para incluir outros usos de fundos que interessam ao estudo. Como o objetivo é medir a utilização do fluxo adicional obtido com a adoção de estratégias ESG, adicionou-se os seguintes usos de fundos: (a) *Cbsv*, que é o custo dos produtos e serviços vendidos, para capturar eventuais melhorias nos processos e na utilização

de recursos; (b) *Sal*, que é o total de remunerações pagas ao empregados, para capturar a melhor eficiência da força de trabalho e a redução de litígios trabalhistas; e (c) *Dfin*, que é a despesa financeira, para capturar a redução no custo de capital de terceiros, seja pela redução dos spreads ou pela redução do volume de financiamentos externos.

Os usos de fundos foram incluídos nos dois lados da equação para manter a identidade do fluxo de caixa:

$$Inv_t + \Delta Cash_t + Div_t - \Delta D_t - \Delta E_t + Cbsv_t + Sal_t + Dfin_t = CF_t + Cbsv_t + Sal_t + Dfin_t \quad (2)$$

Reorganizou-se a equação (2) para que os usos de fundos incluídos fiquem do lado direito da equação, conforme abaixo:

$$Inv_t + \Delta Cash_t + Div_t - \Delta D_t - \Delta E_t = CFCS D_t - Cbsv_t - Sal_t - Dfin_t \quad (3)$$

onde *CFCS D* é o fluxo de caixa operacional antes de deduzir *Cbsv*, *Sal* e *Dfin*. Seguindo Guenther et al. (2020), construiu-se um conjunto de regressões dos diferentes usos de caixa no fluxo de caixa operacional antes de deduzir *Cbsv*, *Sal* e *Dfin* (*CFCS D*) e nos usos adicionais (*Cbsv*, *Sal* e *Dfin*), além da inclusão das variáveis de controle, obtendo-se as equações abaixo:

$$Inv_{i,t} = \alpha^{Inv} + \beta^{Inv} CFCS D_{i,t} + \gamma^{Inv} (-1Cbsv_{i,t}) + \delta^{Inv} (-1Sal_{i,t}) + \zeta^{Inv} (-1Dfin_{i,t}) + \eta^{Inv} X + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

$$\Delta Cash_{i,t} = \alpha^{\Delta Cash} + \beta^{\Delta Cash} CFCS D_{i,t} + \gamma^{\Delta Cash} (-1Cbsv_{i,t}) + \delta^{\Delta Cash} (-1Sal_{i,t}) + \zeta^{\Delta Cash} (-1Dfin_{i,t}) + \eta^{\Delta Cash} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$Div_{i,t} = \alpha^{Div} + \beta^{Div} CFCS D_{i,t} + \gamma^{Div} (-1Cbsv_{i,t}) + \delta^{Div} (-1Sal_{i,t}) + \zeta^{Div} (-1Dfin_{i,t}) + \eta^{Div} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$\Delta D_{i,t} = \alpha^{\Delta D} + \beta^{\Delta D} CFCS D_{i,t} + \gamma^{\Delta D} (-1 Cbsv_{i,t}) + \delta^{\Delta D} (-1 Sal_{i,t}) + \zeta^{\Delta D} (-1 Dfin_{i,t}) + \eta^{\Delta D} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$\Delta E_{i,t} = \alpha^{\Delta E} + \beta^{\Delta E} CFCS D_{i,t} + \gamma^{\Delta E} (-1 Cbsv_{i,t}) + \delta^{\Delta E} (-1 Sal_{i,t}) + \zeta^{\Delta E} (-1 Dfin_{i,t}) + \eta^{\Delta E} X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

onde X são as variáveis de controle e ε o termo de erro da regressão.

Todas as variáveis foram divididas pelo valor do total do ativo do ano anterior, exceto se indicado o contrário, e são utilizados efeitos fixos para ano e setor. O modelo proposto, seguindo Guenther et al. (2020), baseia-se na ideia de que os usos adicionais de caixa $Cbsv$, Sal e $Dfin$ covariam em conjunto com $CFCS D$. Assim, mantendo-se constante o $CFCS D$, as economias operacionais obtidas pelas empresas serão destinadas aos outros usos do fluxo de caixa. Conforme Guenther et al. (2020), nas equações (4) a (8), em média, os coeficientes β evidenciam como as empresas alocam o fluxo de caixa operacional antes de deduzirem $Cbsv$, Sal e $Dfin$, os coeficientes γ evidenciam como as empresas alocam o caixa relacionado à variação de $Cbsv$, os coeficientes δ evidenciam como as empresas alocam o caixa relacionado à variação de Sal , os coeficientes ζ evidenciam como as empresas alocam o caixa relacionado à variação de $Dfin$.

Para Chang et al. (2014) e Guenther et al. (2020), ocorrendo a definição adequada das variáveis da equação (3) o fluxo de caixa mantém a sua identidade, resultando na soma dos usos estimados de caixa igual a 1 ou 100%, possibilitando inferir como cada unidade monetária adicional, oriunda da eventual economia operacional em cada variável estudada, é utilizada e implicando nas igualdades abaixo:

$$\beta Inv + \beta \Delta Cash + \beta Div - \beta \Delta D - \beta \Delta D = 1 \quad (9)$$

$$\gamma Inv + \gamma \Delta Cash + \gamma Div - \gamma \Delta D - \gamma \Delta D = 1 \quad (10)$$

$$\delta Inv + \delta \Delta Cash + \delta Div - \delta \Delta D - \delta \Delta D = 1 \quad (11)$$

$$\zeta Inv + \zeta \Delta Cash + \zeta Div - \zeta \Delta D - \zeta \Delta D = 1 \quad (12)$$

As equações (4) a (8), estimadas utilizando-se MQO, fornecem, em média, a alocação do fluxo de caixa operacional antes das despesas adicionais incluídas (CFCSD) e do caixa relacionado a eventuais economias obtidas com *Cbsv*, *Sal* e *Dfin*, permitindo inferir como as empresas alocam os recursos obtidos com a melhoria da sua performance econômico-financeira ao avançarem na adoção de práticas de ESG, e permitindo também testar a hipótese H1 que pressupõe uma maior distribuição de dividendos pelas empresas com melhores indicadores ESG.

Para aferir a performance ESG das empresas, foi utilizado o índice de adoção de práticas e políticas ESG elaborado pela Refinitiv, chamado de ESG Score. Este índice reflete uma pontuação geral determinada com base nas informações que as próprias empresas divulgam e é composto pelos pilares ambiental, social e de governança corporativa, variando em uma escala crescente de 0 a 100 pontos.

3.3 VARIÁVEIS UTILIZADAS

No desenvolvimento deste estudo foram utilizadas as variáveis relacionadas na

Tabela 1:

TABELA 1: DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS

Variável	Definição
Variáveis Dependentes	
CFCSD	Caixa líquido das atividades operacionais - FCO (DFC), adicionado do Custo de produtos ou serviços vendidos (Cpsv), Despesas administrativas (Adm), Salários (Sal) e Despesas Financeiras (Dfin), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.

Cbsv	Custo dos Bens e Serviços Vendidos, correspondente aos insumos, materiais e serviços de terceiros (DVA) adquiridos pela empresa dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Sal	Total dos salários pagos no exercício (DVA) dividido pelo total do ativo do ano anterior.
Dfin	Despesas financeiras do exercício (DRE) dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Variáveis Independentes	
Inv	Fluxo de caixa das atividades de investimento - FCI (DFC), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Δ Cash	Variação líquida de caixa (DFC), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Div	Valor dos dividendos pagos, incluídos os juros sobre capital próprio (DFC), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Δ D	Variação líquida no valor dos financiamentos obtidos (DFC), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Δ E	Variação líquida nos valores de instrumentos patrimoniais (equity) (DFC), dividido pelo total do ativo (BP) do ano anterior.
Variáveis de Controle	
lagLnVM	Ln do valor de mercado da empresa, obtido diretamente na Economática.
lagLnAT	Ln do ativo total (BP) da empresa.
lagVREC	Crescimento das receitas líquidas de vendas (DRE), calculado como $(Receita_t - Receita_{t-1}) / Receita_{t-1}$.
lagALAV	Alavancagem financeira da empresa, obtida diretamente na Economática.
lagRETL	Reserva de retenção de lucros (BP), dividido pelo ativo total (BP) do ano anterior.
lagPTROA	Retorno sobre o ativo antes dos impostos, obtidos pela divisão do LAIR (DRE) pelo ativo total (BP) do ano anterior.
Liquidez	Volume anual de negociação das ações, dividido pela quantidade de ações em circulação.

(DFC) - Demonstração do Fluxo de Caixa; (DRE) - Demonstração do Resultado do Exercício, (BP) Balanço Patrimonial; (DVA) Demonstração do Valor Adicionado; Variáveis e descrições relacionadas a ESG foram obtidas na base de dados da Refinitiv..

Fonte: Elaborado pelo autor com base na pesquisa.

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 2 resume a estatística descritiva para o conjunto de 2.640 observações compreendendo o período de 2010 a 2023.

TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Esta tabela apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. As variáveis do Painel A foram divididas pelo ativo total do ano anterior. As variáveis de controle foram winsorizadas em 1% nos limites inferior e superior; as demais variáveis não foram winsorizadas para manter a igualdade do fluxo de caixa.

Painel A: Variáveis dependentes e independentes

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
CFCSD	0,776	0,635	0,818	0,373	0,651	1,022	-0,738	13,397
Cbsv	-0,526	0,520	-0,990	-0,690	-0,397	-0,183	-5,407	0,000
Sal	-0,106	0,108	-1,025	-0,153	-0,077	-0,029	-1,442	0,000
Dfin	-0,077	0,184	-2,408	-0,086	-0,051	-0,028	-8,390	0,000
Inv	0,058	0,121	2,086	0,009	0,038	0,081	-1,179	1,896
Div	0,025	0,046	1,883	0,000	0,009	0,029	0,000	0,791
Δ Cash	0,009	0,121	13,450	-0,016	0,001	0,027	-0,528	5,007
Δ D	0,006	0,119	19,370	-0,039	-0,002	0,037	-2,293	1,711
Δ E	0,017	0,114	6,524	0,000	0,000	0,000	-0,427	3,021

n = 2.640 observações

Painel B: Variáveis de controle

Variável	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
lagLnVM	14,350	2,208	0,154	12,880	14,560	15,830	8,998	19,760
lagLnAT	15,080	1,740	0,115	13,840	15,060	16,260	10,910	19,410
lagVREC	0,134	0,405	3,019	-0,026	0,090	0,221	-0,833	2,394
lagALAV	0,256	0,219	0,857	0,113	0,218	0,336	0,004	1,405
lagRETL	0,030	0,064	2,109	0,000	0,000	0,015	0,000	0,294
lagPTROA	0,033	0,137	4,163	-0,008	0,047	0,100	-0,585	0,418
Liquidez	0,058	0,109	1,868	0,001	0,015	0,065	0,000	0,691

n = 2.640 observações

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

Na Tabela 2 são apresentados os valores da média, desvio padrão, coeficiente de variação, mínimos, máximos e quartis das variáveis que compõem a

amostra. As variáveis dependentes e independentes são componentes do fluxo de caixa e foram escaladas pelo total do ativo do ano anterior, sendo que o sinal positivo ou negativo indica fonte ou uso de caixa. Apenas as variáveis de controle foram winsorizadas com limite inferior e superior de 1% e 99%. As demais variáveis não foram submetidas a tal processo para manter a igualdade do fluxo de caixa, já que na winsorização os valores considerados como outliers são substituídos pelo limite estabelecido, o que provocaria uma desigualdade entre fontes e usos de caixa.

Analisando o Painel A, os dados indicam que as empresas, em média, no período analisado, apresentaram saldos positivos em suas operações (*CFCS*) suficientes para cobrirem custos, salários e despesas financeiras (*Cbsv*, *Sal* e *Dfin*). Avaliando os coeficientes de variação, chama atenção a dispersão dos dados, evidenciando as diferenças nos usos e fontes de caixa, provavelmente em função do porte e das diferentes atividades das empresas. As variações mais expressivas foram observadas nas variáveis valor da dívida (ΔD , com 19,370) e na variação no saldo mantido em caixa ($\Delta Cash$, com 13,450), apesar de não apresentarem as maiores amplitudes da amostra, indicando que algumas empresas utilizam estes instrumentos de caixa de forma mais significativa que outras. De maneira geral, as variáveis do Painel A evidenciam assimetrias na amostra quando comparadas as médias com as medianas, sugerindo que as empresas podem utilizar diferentes estratégias na obtenção e aplicação de recursos de caixa.

O painel B apresenta os dados das variáveis de controle utilizadas com frequências nesta linha de pesquisa, como por exemplo, em Benlemlih, 2019; Chasiotis et al., 2020; Gregory, 2022; Zahid et al., 2023. A proximidade entre os valores de mercado e dos ativos (*lagLnVM* e *lagLnAT*) aponta uma eventual utilização do valor do ativo total na precificação da empresa pelos investidores; o valor dos

ativos, utilizado como proxy para o tamanho das empresas, apresenta a menor dispersão da amostra (Coeficiente de variação de 0,115) e mediana bem próxima da média (15,060 e 15,080). As maiores dispersões aparecem nas variáveis utilizadas como proxy de crescimento (*lagVREC*) e rentabilidade (*LagPTROA*). As variações podem estar relacionadas aos momentos econômicos abrangidos pelo período da amostra, como por exemplo, a pandemia da Covid-19. A tabela apresenta também dados de alavancagem e liquidez das ações. Este último apresenta valor máximo muito acima da média, da mediana e do terceiro quartil, sugerindo uma baixa liquidez para o conjunto de observações apresentado.

Os coeficientes de correlação de Spearman e de Pearson, entre as variáveis, são apresentadas na Tabela 3, com nível de significância de 5% (*: $p \leq 0,05$). A correlação de Pearson, apresentada no triângulo inferior da tabela, indica a intensidade e direção da relação linear entre as variáveis e a correlação de Spearman, apresentada no triângulo superior da tabela, é uma técnica de correlação não paramétrica, ou seja, não requer que a relação entre as variáveis seja linear.

Verifica-se uma forte correlação negativa entre as variáveis *CFCS*D e *Cbsv*, indicando que um aumento no valor de *Cbsv* impacta negativamente o valor de *CFCS*D, coerente com a definição da variável. Há também um forte correlação entre o valor de mercado e o tamanho da empresa (*lagLnVM* e *lagLnAT*), ratificando o uso do tamanho da empresa para estabelecer o seu valor de mercado.

TABELA 3: CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Nesta tabela é apresentada a correlação entre as variáveis. Na parte superior da tabela (triângulo superior) é apresentada a correlação de Spearman; na parte inferior é apresentada a correlação de Pearson. * indica nível de significância estatística a 5% ($p \leq 0,05$).

	<u>CFCSD</u>	<u>Cbsv</u>	<u>Sal</u>	<u>Dfin</u>	<u>Inv</u>	<u>Div</u>	<u>ΔCash</u>	<u>ΔD</u>	<u>ΔE</u>	<u>lagLnVM</u>	<u>lagLnAT</u>	<u>lagVREC</u>	<u>lagALAV</u>	<u>lagRETL</u>	<u>lagPTROA</u>	<u>Liquidez</u>
CFCSD	1	-0,917*	-0,624*	-0,313*	0,194*	0,017	0,154*	-0,036	-0,070*	-0,078*	-0,176*	0,132*	-0,088*	-0,011	0,081*	-0,034
Cbsv	-0,863*	1	0,485*	0,205*	-0,112*	0,012	-0,112*	-0,047*	0,043*	0,048*	0,095*	-0,125*	0,103*	0,000	-0,057*	0,038
Sal	-0,378*	0,221*	1	0,116*	-0,149*	0,021	-0,046*	0,059*	0,068*	0,217*	0,391*	-0,061*	0,183*	-0,011	-0,021	0,041*
Dfin	-0,440*	0,027	0,030	1	-0,032	0,314*	-0,047*	0,032	-0,066*	0,210*	0,070*	-0,054*	-0,342*	0,147*	0,296*	0,172*
Inv	0,069*	-0,007	-0,136*	0,005	1	0,200*	-0,004	0,314*	0,077*	0,308*	0,179*	0,220*	-0,060*	0,103*	0,240*	0,101*
Div	0,042*	0,009	-0,054*	0,087*	-0,039*	1	0,057*	0,158*	-0,178*	0,487*	0,263*	0,082*	-0,217*	0,243*	0,710*	0,254*
ΔCash	0,372*	-0,026	-0,013	-0,709*	0,020	-0,012	1	0,237*	0,039*	0,070*	0,036	0,064*	-0,037	0,025	0,104*	0,092*
ΔD	-0,026	-0,006	-0,001	0,008	0,419*	0,047*	0,172*	1	-0,083*	0,115*	0,045*	0,117*	-0,083*	0,068*	0,186*	0,002
ΔE	-0,022	-0,003	-0,077*	-0,015	0,402*	-0,058*	0,109*	-0,238*	1	-0,022	0,006	0,064*	0,095*	-0,092*	-0,172*	0,035
lagLnVM	-0,043	-0,016	0,215*	0,188*	0,151*	0,264*	-0,012	0,102*	-0,047*	1	0,835*	0,157*	-0,132*	0,127*	0,399*	0,496*
lagLnAT	-0,136*	0,055*	0,375*	0,129*	0,021	0,051*	-0,039*	0,032	-0,097*	0,811*	1	0,061*	0,013	0,076*	0,131*	0,395*
lagVREC	0,065*	-0,087*	-0,020	0,021	0,229*	0,015	-0,013	0,102*	0,155*	0,075*	-0,006	1	-0,062*	0,011	0,069*	0,153*
lagALAV	-0,050*	0,085*	0,070*	-0,153*	-0,046*	-0,076*	-0,050*	-0,050*	-0,012	-0,278*	-0,126*	-0,006	1	-0,089*	-0,242*	-0,130*
lagRETL	-0,014	0,009	-0,026	0,080*	0,051*	0,088*	-0,009	0,035	-0,014	0,099*	0,018	0,005	-0,131*	1	0,235*	0,071*
lagPTROA	-0,002	-0,040*	0,029	0,259*	0,086*	0,447*	-0,037	0,127*	-0,149*	0,426*	0,191*	-0,021	-0,289*	0,216*	1	0,203*
Liquidez	0,028	-0,034	0,019	0,024	0,102*	0,031	0,065*	0,039*	0,087*	0,282*	0,177*	0,077*	-0,080*	0,050*	0,068*	1

Obs.: * indica nível de significância de 5% ($p \leq 0,05$)

Fonte: Elaborada pelo autor com dados da pesquisa.

4.2 ESTIMAÇÃO DO MODELO

Na Tabela 4 são apresentados os resultados da estimação do modelo de fluxo de caixa proposto conforme as equações (4) a (8) para a amostra com todas as empresas:

TABELA 4: ALOCAÇÃO DO CAIXA

A tabela 4 apresenta o resultado das regressões das equações (4) a (8), da Seção 3.3, onde são estimados os usos de caixa. Os coeficientes em *CFCS*, *Cbsv*, *Sal* e *Dfin* são, respectivamente, os coeficientes β , γ , δ e ζ daquelas equações e representam o percentual de utilização de cada unidade monetária nos diversos usos do caixa, representados por *Inv*, *Div*, Δ Cash, Δ D e Δ E. Veja a descrição das variáveis na Tabela 1. *, ** e *** representam 10%, 5% e 1% de significância estatística.

Regressão com todas as empresas da amostra					
	<u>Inv</u>	<u>ΔCash</u>	<u>Div</u>	<u>ΔD</u>	<u>ΔE</u>
CFCS	0,152***	0,249***	0,115***	-0,225***	-0,255***
<i>p valor</i>	0,000	0,000	0,000	0,009	0,006
Cbsv	0,170***	0,244***	0,115***	-0,220**	-0,247***
<i>p valor</i>	0,000	0,000	0,000	0,011	0,008
Sal	-0,017	0,296***	0,099***	-0,282***	-0,333***
<i>p valor</i>	0,758	0,000	0,000	0,010	0,006
Dfin	0,212***	-0,126**	0,177***	-0,347***	-0,385***
<i>p valor</i>	0,000	0,034	0,000	0,009	0,008
<i>R2</i>	0,173	0,6117	0,272	0,099	0,114
<i>Estatística F</i>	11,04	5,06	17,91	5,41	3,92
<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>

n = 2.460 observações

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta os valores dos coeficientes β , para a variável *CFCS*, γ , para a variável *Cbsv*, δ , para a variável *Sal*, e ζ , para a variável *Dfin*, que indicam a utilização média dos recursos obtidos por meio destas fontes de caixa, considerando a amostra com todas as empresas. Para cada unidade monetária obtida a partir do fluxo de caixa operacional antes da dedução dos custos, salários e despesas financeiras (*CFCS*), em média, 15,2% são destinados a investimentos, 24,9% são mantidos em caixa e 11,5% são destinados ao pagamento de dividendos. Os demais

coeficientes indicam a utilização média dos recursos obtidos com as eventuais variações nos custos (*Cbsv*), salários (*Sal*) e despesas financeira (*Dfin*), decorrentes da adoção de práticas ESG. Avaliando a distribuição de dividendos, para cada unidade monetária obtida em *CFCS*D, em média, 11,5% são destinadas ao pagamento de dividendos. Para cada unidade adicional obtida com a redução de *Cbsv*, *Sal* e *Dfin*, são direcionados, em média, 11,5%, 9,9% e 17,7%, respectivamente para o pagamento de dividendos. Os coeficientes negativos na Tabela 4 indicam fontes de caixa.

Para avaliar o impacto da adoção de práticas ESG na utilização do fluxo de caixa e, particularmente, na distribuição de dividendos, foi extraída uma subamostra apenas com empresas que obtiveram pontuação no ESG score da Refinitiv. Esta amostra, chamada ESG+/-, abrangeu 720 observações empresas/anos, que foram subdivididas em dois grupos. O primeiro, ESG+, com empresas que obtiveram uma pontuação igual ou superior a 50 pontos; o segundo grupo, ESG-, com as empresas cuja pontuação ficou abaixo de 50 pontos. A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva da subamostra e dos dois grupos nos quais ela foi dividida.

TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Esta tabela apresenta a estatística descritiva da variável ESG utilizada na pesquisa. A variável apresenta um intervalo de 0 a 100; os valores maiores indicam maior nível de adoção de práticas ESG. As variáveis não foram winsorizadas. O valor 0 (zero) pode indicar a falta de adoção do ESG, ou ainda, que a empresa não apresentou nenhuma informação sobre o assunto.

Variável	n	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Q1	Mediana	Q3	Min	Max
ESG+/-	720	52,280	18,520	0,354	39,096	54,053	66,779	2,280	91,561
ESG+	412	65,596	9,730	0,148	57,479	64,856	72,718	50,076	91,561
ESG-	308	34,467	10,966	0,318	28,075	36,260	43,404	2,280	49,989

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

Entre as 720 empresas da amostra, observam-se amplitudes e dispersões elevadas. A mediana da amostra ESG+/-, com valor acima da média, indica um maior

número de empresas com melhor pontuação (aqui consideradas aquelas com pontuação acima de 50 pontos), o que pode ser confirmado pelo tamanho dos grupos ESG+, com 412 observações, e ESG-, com 308 observações.

Em seguida, regrediu-se os dados da subamostra e dos dois grupos que a compõem, permitindo a comparação dos coeficientes de utilização dos recursos do caixa. Os dados são apresentados na Tabela 6.

TABELA 6: ALOCAÇÃO DO CAIXA

A tabela 6 apresenta o resultado das regressões das equações (4) a (8), da Seção 3.3, onde são estimados os usos de caixa. Os coeficientes em *CFCS*, *Cbsv*, *Sal* e *Dfin* são, respectivamente, os coeficientes β , γ , δ e ζ daquelas equações e representam o percentual de utilização de cada unidade monetária nos diversos usos do caixa, representados por *Inv*, *Div*, Δ Cash, Δ D e Δ E. Veja a descrição das variáveis na Tabela 1. *, ** e *** representam 10%, 5% e 1% de significância estatística.

Painel A: Empresas ESG+/- (pontuadas no ESG Score Refinitiv)

	<u>Inv</u>	<u>ΔCash</u>	<u>Div</u>	<u>ΔD</u>	<u>ΔE</u>
CFCS	0,293***	0,175***	0,187***	-0,277***	-0,068*
<i>p valor</i>	0,000	0,002	0,000	0,000	0,086
Cbsv	0,313***	0,172***	0,181***	-0,265***	-0,067*
<i>p valor</i>	0,000	0,005	0,000	0,000	0,082
Sal	0,098	0,143**	0,267***	-0,322***	-0,170
<i>p valor</i>	0,485	0,039	0,000	0,005	0,145
Dfin	-0,225	0,163*	0,214***	-0,695***	-0,153**
<i>p valor</i>	0,126	0,078	0,000	0,000	0,021
<i>R2</i>	0,269	0,116	0,441	0,198	0,115
<i>Estatística F</i>	-	-	-	-	-
<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>

n = 720 observações

Painel B: Empresas ESG+ (pontuação >= 50)

	<u>Inv</u>	<u>ΔCash</u>	<u>Div</u>	<u>ΔD</u>	<u>ΔE</u>
CFCS	0,307***	0,149***	0,193***	-0,284***	-0,067**
<i>p valor</i>	0,000	0,002	0,000	0,000	0,027
Cbsv	0,324***	0,135***	0,187***	-0,284***	-0,070**
<i>p valor</i>	0,000	0,006	0,000	0,000	0,024
Sal	0,344**	0,128	0,290***	-0,261*	0,023
<i>p valor</i>	0,014	0,243	0,000	0,055	0,732
Dfin	0,115	0,094	0,149***	-0,498***	-0,143***
<i>p valor</i>	0,335	0,360	0,000	0,000	0,005
<i>R2</i>	0,2761	0,1496	0,5084	0,172	0,133
<i>Estatística F</i>	4,70	1,74	8,25	3,21	1,21

<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>

n = 412 observações

Painel C: Empresas ESG- (pontuação < 50)

	<u>Inv</u>	<u>ΔCash</u>	<u>Div</u>	<u>ΔD</u>	<u>ΔE</u>
CFCS	0,204**	0,214**	0,174***	-0,343***	-0,064
<i>p valor</i>	<i>0,035</i>	<i>0,028</i>	<i>0,000</i>	<i>0,002</i>	<i>0,403</i>
Cbsv	0,218**	0,217**	0,169***	-0,329***	-0,068
<i>p valor</i>	<i>0,031</i>	<i>0,035</i>	<i>0,000</i>	<i>0,006</i>	<i>0,363</i>
Sal	-0,091	0,128	0,242***	-0,490***	-0,232
<i>p valor</i>	<i>0,658</i>	<i>0,239</i>	<i>0,000</i>	<i>0,007</i>	<i>0,189</i>
Dfin	-0,724***	0,288	0,303***	-0,960***	-0,172
<i>p valor</i>	<i>0,003</i>	<i>0,136</i>	<i>0,000</i>	<i>0,004</i>	<i>0,236</i>
<i>R2</i>	<i>0,400</i>	<i>0,207</i>	<i>0,496</i>	<i>0,316</i>	<i>0,161</i>
<i>Estatística F</i>	-	-	-	-	-
<i>Efeito fixo setor</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>
<i>Efeito fixo ano</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>	<i>sim</i>

n = 308 observações

Fonte: Elaborado pelo autor com dados da pesquisa.

A Tabela 6 apresenta os diversos usos do caixa gerado internamente, incluindo os eventuais valores adicionais decorrentes da adoção de práticas ESG. O Painel A, da Tabela 6, apresenta os dados da utilização dos recursos de caixa para todas as empresas classificadas no ESG Score. Comparando os dados com aqueles obtidos pela amostra (Tabela 4), observa-se que as empresas com níveis mais altos de adoção de práticas ESG utilizam um percentual maior dos recursos obtidos em *CFCS*, *Cbsv* e *Sal*, para investimentos e distribuição de dividendos, e um percentual menor para manutenção de saldos de caixa. Já a utilização dos recursos obtidos com *Dfin* é inversa, em relação a investimentos e manutenção de saldos de caixa, porém possui uma maior destinação à distribuição de dividendos.

Avaliando especificamente a distribuição de dividendos, em média, e de acordo com o modelo estatístico proposto, foram obtidos os seguintes percentuais de utilização dos fluxos de caixa: 18,7% do fluxo de caixa operacional antes de deduzidos os custos e salários (*CFCS*), contra 11,5% para as empresas da amostra completa;

dos fluxos adicionais decorrentes de eventuais economias nos custos, salários e despesas financeiras, obtidas com a adoção de práticas ESG, as empresas do grupo ESG+/- utilizam, em média, 18,1% de *Cbsv* (11,5% na amostra toda), 26,7% de *Sal* (9,9% na amostra toda) e 21,4% de *Dfin* (17,7% na amostra toda).

Pelos resultados obtidos, com base na amostra estudada e no modelo proposto, pode-se afirmar que a adoção de práticas ESG influencia a utilização do fluxo de caixa. Os dados sugerem que estas empresas, provavelmente direcionadas por uma melhor governança, remuneram melhor os seus acionistas, ao mesmo tempo que destinam maiores valores para investimentos, coerente com Gul e Ng (2017) que relataram um maior nível de investimento em fatores ESG pelas empresas que apresentam maiores fluxos de caixa livre. A maior remuneração dos acionistas verificada com a destinação de percentuais maiores dos fluxos de caixa para a distribuição de dividendos, sugere a confirmação da hipótese apresentada em H1: “As empresas com melhores indicadores ESG utilizam o fluxo de caixa adicional gerado nas operações para pagamento de dividendos.”

Os resultados apresentados no Painel A também são coerentes com Benlemlih (2019), que identificou relações positivas entre práticas de responsabilidade social, incluindo governança corporativa, relações com funcionários, diversidade, comunidade e meio ambiente, e políticas de distribuição de dividendos. No mesmo sentido, Salvi et al., (2024) reportaram um impacto positivo da adoção de práticas ESG na política de pagamento de dividendos. Para os autores, os investimentos prioritários em sustentabilidade levam as empresas a pagarem mais dividendos aos acionistas. O acréscimo no pagamento de dividendos pode ser atribuído a uma maior geração de caixa em decorrência da eventual consolidação da sustentabilidade do negócio advindo da adoção de práticas ESG, tornando-o menos arriscado e mais previsível.

Quando se compara os dois grupos que compõem a subamostra (ESG+ e ESG-), os coeficientes as amostras ESG+ são maiores, com exceção da aplicação dos recursos obtidos com a eventual redução da despesa financeira (*Dfin*) para o pagamento de dividendos. Pode-se inferir o efeito crescente da adoção de práticas ESG na distribuição de dividendos, mas o mesmo não se aplica aos recursos provenientes da eventual redução da despesa financeira. Este resultado remete novamente à pesquisa de Gul e Ng (2017). Estes autores evidenciaram uma associação positiva entre níveis de investimentos em sustentabilidade e maiores fluxos de caixa livre. Ao obterem melhores desempenhos pela adoção de práticas ESG, as empresas aumentam ainda mais os seus investimentos. Provavelmente, os investimentos ESG de longo prazo podem apresentar atratividade, contribuindo para a redução dos problemas de agência decorrentes do fluxo de caixa livre.

De maneira geral, os dados apresentam as diferentes aplicações de recursos das empresas com práticas ESG mais avançadas em relação às demais, sugerindo um impacto destas práticas na obtenção e aplicação dos recursos obtidos pelas empresas. Ressalte-se, todavia, que a amostra apresenta limitações pelo reduzido número de empresas que foram incluídas no ESG score da Refinitiv. Além disso, empresas que eventualmente adotam práticas ESG podem ter sido excluídas do índice por não divulgarem ou por não apresentarem informações suficientes para análise.

5 CONCLUSÃO

Este artigo buscou evidências do impacto e da utilização pelas empresas do fluxo de caixa adicional decorrente da adoção de práticas ESG, e mais especificamente, para a distribuição de dividendos. Conforme inicialmente apresentado, há um relativo número de pesquisas sugerindo que a adoção de práticas ESG impacta positivamente o desempenho das empresas. Algumas das principais teorias que permeiam a literatura ESG (teoria dos stakeholders, hipótese de Porter, teoria da sinalização e outras) sustentam a necessidade das empresas agirem com foco não só nos acionistas mas em todos os interessados, incluindo ambiente e comunidade. Com isso, passam a retribuir os benefícios que retiram do ambiente e da sociedade, ao tempo que conquistam sustentabilidade, credibilidade e melhores resultados.

Sugerindo um contrapondo entre estas teorias e a teoria da supremacia do acionista, buscou-se identificar se, ao obter melhor desempenho com a adoção de práticas ESG, as empresas distribuía os resultados obtidos com todos os stakeholders ou principalmente com os seus acionistas. A questão foi endereçada por meio da hipótese H1, sugerindo que as empresas com melhores indicadores ESG utilizam o fluxo de caixa adicional gerado nas operações para pagamento de dividendos.

Os resultados indicaram que, em média, as empresas que adotam práticas ESG mais significativas, medidas pelo ranking ESG score da Refinitiv, direcionam percentuais maiores dos fluxos de caixa gerados internamente e das economias obtidas com a redução de custos, salários e despesas financeiras, para pagamento de dividendos, quando comparadas às empresas que não obtiveram pontuação

naquele ranking. Este resultado pode sugerir que não há necessariamente um antagonismo entre a teoria da supremacia do acionista e as demais teorias, mas que eventualmente se complementam: ao priorizar aspectos de governança, ambientais e sociais, as empresas, em última instância, priorizam seus acionistas.

Os resultados apresentados são relevantes para investidores, formuladores de políticas, acadêmicos e demais stakeholders, ao permitir identificar, avaliando os fluxos de caixa, como o nível de adoção de práticas ESG impacta a utilização dos recursos adicionais obtidos pela empresa, incluindo a distribuição destes recursos aos seus acionistas por meio de dividendos. Cabe ressaltar que os dados das rubricas específicas que compõem os fluxos de caixa não são padronizados nos demonstrativos das empresas, havendo a necessidade de intervenção do pesquisador para a correta classificação dos valores apresentados. Provavelmente, a adoção do XBRL, com o desenvolvimento de uma taxonomia uniforme e abrangente, e que já é obrigatório em algumas jurisdições, poderia contornar esta questão. Outra limitação da pesquisa está relacionada a eventual causalidade reversa entre desempenho da empresa e ESG. Isto pode significar que as empresas que já apresentem melhores desempenhos, por disporem de capacidade para investir, optem por investimentos ESG.

O aprofundamento da pesquisa, analisando outros usos do caixa, e a eventual causalidade reversa poderá oferecer novos insights sobre os efeitos da adoção de práticas ESG pelas empresas.

REFERÊNCIAS

- Ambec, S., Cohen, M. A., Elgie, S., & Lanoie, P. (2013). The Porter hypothesis at 20: can environmental regulation enhance innovation and competitiveness? *Review of environmental economics and policy*, 7(1). <https://doi.org/10.1093/reep/res016>
- Atif, M., & Ali, S. (2021). Environmental, social and governance disclosure and default risk. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3937-3959. <https://doi.org/10.1002/bse.2850>
- Banerjee, R., Gupta, K., & Mudalige, P. (2020). Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? International evidence. *International Review of Financial Analysis*, 68, Article 101337. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.03.009>
- Benlemlih, Mohammed. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.07.005>
- Bergh, D. D., Connelly, B. L., Ketchen Jr, D. J., & Shannon, L. M. (2014). Signalling theory and equilibrium in strategic management research: An assessment and a research agenda. *Journal of Management Studies*, 51(8), 1334-1360. <https://doi.org/10.1111/joms.12097>
- Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (2023). ESG performance and dividend payout: A channel analysis. *Finance Research Letters*, 55, Article 103827. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103827>
- Bolzani, I. (2022, 28 de junho). *87% das empresas listadas na Bolsa aumentaram envolvimento com ESG*. Terra. <https://www.terra.com.br/economia/dinheiro-em-dia/meu-negocio/87-das-empresas-listadas-na-bolsa-aumentaram-envolvimento-com-esg,c2031777ba942b1a6cec5f5562dc47e1sog0ooaa.html>
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2013). Stakeholder relations and stock returns: On errors in investors' expectations and learning. *Journal of Empirical Finance*, 22, 159-175. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.04.003>
- Bose, A. (2018). Do stringent corporate governance practices ensure diligent corporate social responsibility among organizations: Investigating the link therein. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 10(2), 106-126. <https://doi.org/10.1504/IJBEM.2018.091263>
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/MEQ-12-2017-0149>

- Chams, N., García-Blandón, J., & Hassan, K. (2021). Role reversal! financial performance as an antecedent of ESG: The moderating effect of total quality management. *Sustainability*, 13(13), Article 7026. <https://doi.org/10.3390/su13137026>
- Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J. (2014). Cash-flow sensitivities and the allocation of internal cash flow. *The Review of Financial Studies*, 27(12), 3628-3657. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu066>
- Chasiotis, I., Gounopoulos, D., Konstantios, D., & Patsika, V. (2020). ESG Reputational Risk, Corporate Payouts and Firm Value, *British Journal of management*, 35(2), 871-892. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12745>
- Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting and Finance*, 58(3), 787–816. <https://doi.org/10.1111/acfi.12238>
- Chien, C., Chen, S., & Chang, M. (2020). Variation in Executive Compensation and Allocation of Cash Flow. *Economics*, 9(3), 49-59. doi: 10.11648/j.eco.20200903.11
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *University of Oxford & Arabesque Partners*. https://arabesque.com/research/From_the_stockholder_to_the_stakeholder_web.pdf
- Clément, A., Robinot, É., & Trespeuch, L. (2023). The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, Forthcoming. <https://doi.org/10.1108/JEC-10-2022-0147>
- Coelho, R., Jayantilal, S., & Ferreira, J. J. (2023). The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(4), 1535–1560. <https://doi.org/10.1002/csr.2446>
- Cornell, B. & Damodaran, A. (2020). Valuing ESG: Doing good or sounding good? *Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 76-93. DOI: 10.3905/jesg.2020.1.1.076
- Dechow, P. M. (2023). Understanding the sustainability reporting landscape and research opportunities in accounting. *The Accounting Review*, 98(5), 481-493. <https://doi.org/10.2308/TAR-2023-0145>

- Deegan, C. M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(8), 2307-2329. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Derrien, F., Krueger, P., Landier, A., & Yao, T. (2021). ESG news, future cash flows, and firm value. *Swiss Finance Institute, Research Paper*, 21-84. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3903274>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., Serafeim, G., Seth, D., & Ming, C. C. Y. (2013). The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy: Interaction. *Harvard Business Review*, 91(7), 17-18. <https://hbr.org/2013/05/the-performance-frontier-innovating-for-a-sustainable-strategy>
- Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3-17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
- Eichholtz, P., Holtermans, R., Kok, N., & Yonder, E. (2019). Environmental performance and the cost of debt: Evidence from commercial mortgages and REIT bonds. *Journal of Banking & Finance*, 102, 19-32. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.02.015>
- Erdas, M. L., & Simoes, E. B. (2020). The relationship between audit mechanisms and dividend payout policy within the framework of corporate governance: The case of Turkey. *Journal of Economy Culture and Society*, 62, 255–284. DOI :10.26650/JECS2019-0120
- Fish, A., Kim, D., & Venkatraman, S. (2019). The ESG Sacrifice. *SSRN*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3488475>
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2000). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85-106. <https://doi.org/10.1111/0045-3609.00066>
- Freeman, R. E., & McVea, J. (2001). A Stakeholder Approach to Strategic Management. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=263511>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970, Setembro 13). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

- Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gregory, R. P. (2022). ESG activities and firm cash flow. *Global Finance Journal*, 52, Article 100698. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100698>
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of Business Ethics*, 124, 633-657. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1898-5>
- Gul, F. A., & Ng, A. C. (2017). Agency Costs of Free Cash Flows and Investments in Business Sustainability. *SSRN*. <https://ssrn.com/abstract=3003629>
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1992). *Accounting theory* (5^a ed.). Richard Irwin Inc.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437. <https://www.jstor.org/stable/258852>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kikwiye, I. R. (2021). Relevance of multinationals' involvement in corporate social responsibility practices in Tanzania. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7(3), 247-268. <https://doi.org/10.1504/AJAAF.2021.116838>
- Li, F., & Polychronopoulos, A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes, *Research Affiliates*. <https://www.researchaffiliates.com/content/dam/ra/publications/pdf/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf>
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: Um survey da literatura. *BBR - Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31. <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123029355001.pdf>

- Olofsson, P., Raholm, A., Uddin, G. S., Troster, V., & Kang, S. H. (2021). Ethical and unethical investments under extreme market conditions. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101952. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101952>
- Porter, M. E., & Linde, C. V. D. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97-118. DOI: 10.1257/jep.9.4.97
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- Rakotomavo, M. T. (2012). Corporate investment in social responsibility versus dividends? *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199–207. <https://doi.org/10.1108/17471111211234833>
- Reis, E. M., Ferreira, H. L., Nunes, K. J. F. S & Cunha, J. V. A. (2023). Accruals pela Abordagem da Demonstração de Fluxo de Caixa e do Balanço Patrimonial: Uma análise comparativa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 17(1),45-60. <https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3170>
- Richard, O. C., Murthi, B. S., & Ismail, K. (2007). The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context. *Strategic Management Journal*, 28(12), 1213-1233. <https://doi.org/10.1002/smj.633>
- Saini, M., Aggarwal, V., Dhingra, B., Kumar, P., & Yadav, M. (2023), "ESG and financial variables: A systematic review", *International Journal of Law and Management*,65(6),663-682. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-02-2023-0033>
- Salvi, A., Nirino, N., Battisti, E., & Gianfrancesco, I. (2024). Payout policy and ESG: A European investigation. *Research in International Business and Finance*, 68, 102189. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102189>
- Sheehan, N. T., Vaidyanathan, G., Fox, K. A., & Klassen, M. (2023). Making the invisible, visible: Overcoming barriers to ESG performance with an ESG mindset. *Business Horizons*, 66(2), 265-276. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2022.07.003>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <http://www.jstor.org/stable/1882010>
- Starks, L. T. (2023). Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values. *The Journal of Finance*.78(4),1837-1872. <https://doi.org/10.1111/jofi.13255>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>

- The Global Compact (2004). Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world. <https://documents1.worldbank.org/curated/pt/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>
- Wang, C., & Yu, M. (2021). The impact of forecasting cash flows on enhancing analysts' own earnings forecasts: International evidence and the effect of IFRS adoption. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(3), 237-258. <https://doi.org/10.1111/jifm.12129>
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019) Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Xu, Q. & Kim, T (2022). Financial Constraints and Corporate Environmental Policies. *The Review of Financial Studies*, 35(2), 576–635. doi:10.1093/rfs/hhab056
- Zahid, R. M. A., Taran, A., Khan, M. K., & Chersan, I. C. (2023). ESG, Dividend Payout Policy and the Moderating role of Audit Quality: Empirical evidence from Western Europe. *Borsa Istanbul Review*, 23 (2), 350-367. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.10.012>

Capítulo 5

CONCLUSÃO GERAL

O presente trabalho teve como objetivo discutir a importância e a utilidade das informações derivadas da análise dos fluxos de caixa das empresas, por meio de três artigos. De forma mais específica, buscou-se preconizar a utilização destas informações como ferramenta de gestão para microempresas, mensurar o efeito de políticas de governança corporativa na utilização do caixa e de economias tributárias advindas da adoção de planejamentos tributários eficientes, e, por último, avaliar, utilizando um modelo de fluxo de caixa, a influência da adoção de práticas ESG na distribuição de dividendos.

O primeiro artigo, apresentado no Capítulo 2, incentiva os contadores a utilizarem relatórios gerenciais, apoiados nas informações de caixa das microempresas, para apresentarem o resultado do negócio com características mais financeiras e menos econômicas. Estes resultados podem ser mais intuitivos e, em situações específicas, onde os gestores possuem conhecimentos contábeis limitados, mais informativos. Contudo devem ser utilizados em conjunto com os demais relatórios contábeis, propiciando informações adequadas para apoio à gestão.

No segundo artigo, apresentado no Capítulo 3, foi mensurado o efeito de políticas de governança corporativa nos diversos usos dos fluxos de caixa gerado internamente e, em especial, ao fluxo adicional obtido com economias tributárias. A governança corporativa influi na utilização dos fluxos de caixa direcionando um percentual maior do fluxo de caixa ao pagamento de dividendos, sugerindo um alinhamento das políticas de governança com o interesse dos acionistas. Quanto às economias tributárias, observou-se uma redução nos dividendos e aumento na

manutenção de saldos de caixa, sugerindo que as políticas de governança podem não terem sido suficientes para atenuar o risco percebido das economias tributárias.

O terceiro artigo, apresentado no Capítulo 4, utilizou-se um modelo de fluxo de caixa para avaliar a influência da adoção de práticas ESG na distribuição de dividendos. Preconizou-se que a adoção do ESG implicaria em custos adicionais no curto prazo e melhor performance no longo prazo, e com base na teoria da primazia dos acionistas, estes poderiam ser os beneficiários finais da melhor performance, o que em média, de acordo com os dados da pesquisa, restou confirmado.

Tomados em conjunto, observa-se nos artigos acima a diversidade de informações qualitativas e quantitativas disponíveis ao analisarmos os fluxos de caixa das empresas. Essas análises oferecem insights variados sobre a posição financeira das empresas, seus comportamentos e estratégias de alocação de recursos, abrangendo aspectos como investimentos, dispêndios operacionais e manutenção de saldos em caixa. A ampliação dos estudos sobre fluxos de caixa contribui para a obtenção de análises prospectivas abrangentes sobre as empresas, subsidiando as decisões de todos os interessados no seu desempenho.