



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

Effect of the Corporate Sustainability Index on the Relationship between Profit Persistence and Debt Cost in Brazilian Companies

Efecto del Índice de Sostenibilidad Empresarial en la Relación entre Persistencia de Ganancias y Costo de la Deuda en las Empresas Brasileñas

Recebido em: 14-09-2023
Avaliado em: 05-03-2024
Reformulado em: 20-03-2024
Aceito para publicação em: 27-08-2024
Publicado em: 28-02-2025
Editor Responsável: Caroline Keidann Soschinski

Lauren Dal Bem Venturini¹
José Alonso Borba²
Leonardo Flach³

RESUMO

O estudo analisa o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida nas empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018. Por meio de regressão de dados em painel com erros padrão robustos (clusterização), em uma amostra de 217 companhias com dados obtidos no banco de dados da Economatica[®], observa-se associação da persistência dos lucros com o custo da dívida. Isso denota que os credores prestigiam lucros mais permanentes e menos transitórios. Ainda, verificou-se efeito moderador do ISE na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, o que implica menor custo da dívida e demonstra que, ser uma companhia do índice ISE fortalece a relação entre persistência e custo da dívida e os agentes de crédito incorporam as informações de sustentabilidade e qualidade dos lucros ao precificar dívidas financeiras. Portanto, empresas pertencentes ao ISE podem buscar maior persistência dos lucros, tendo em vista os benefícios econômicos de fornecer informações contábeis de qualidade, que é a recompensa de menor custo da dívida. Assim, esta pesquisa contribui com a literatura que investiga o impacto da qualidade da informação contábil sobre o custo da dívida e também possibilita aos gestores compreenderem que o envolvimento em práticas de sustentabilidade e persistência dos lucros resulta em menor custo da dívida. Também implica constatar que os credores valorizam ações socialmente responsáveis (em termos de ser pertencente a um índice de sustentabilidade empresarial, pois isso indica boas práticas empresariais, o que pode mitigar problemas de agência) e estão particularmente preocupados com a qualidade da divulgação dos resultados empresariais, a qual tende a reduzir a assimetria

¹Mestre em Ciências Contábeis e Controladoria pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS); Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (PPGC/UFSC); ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-4185-9842>; E-mail: laurenventurini@hotmail.com

²Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP); Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (PPGC/UFSC); ORCID: <http://orcid.org/0000-0001-6068-342X>; E-mail: jalonsoborba@hotmail.com

³Pós-doutor em Contabilidade e Finanças pelo Massachusetts Institute of Technology (MIT/EUA); Professor do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina (PPGC/UFSC); ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-4316-0704>; E-mail: leonardo.flach@gmail.com

de informações e elevar a compreensão da solvência da empresa e de prováveis resultados eficiente na negociação do custo da dívida com o cliente.

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

ABSTRACT

The study analyzes the effect of the Corporate Sustainability Index (ISE) on the relationship between profit persistence and cost of debt in Brazilian non-financial companies listed on Brasil, Bolsa, Balcão (B3) in the period from 2011 to 2018. Through regression of panel data with robust standard errors (clustering), in a sample of 217 companies with data obtained from the Economatica® database, an association between the persistence of profits and the cost of debt is observed. This denotes that creditors value more permanent and less transitory profits. Furthermore, there was a moderating effect of the ISE on the relationship between persistence of profits and cost of debt, which implies a lower cost of debt and demonstrates that, being an ISE index company strengthens the relationship between persistence and cost of debt and the agents of credit incorporate sustainability and earnings quality information when pricing financial debts. Therefore, companies belonging to ISE can seek greater profit persistence, given the economic benefits of providing quality accounting information, which is the reward of lower debt cost. Thus, this research contributes to the literature that investigates the impact of the quality of accounting information on the cost of debt and also enables managers to understand that involvement in sustainability practices and profit persistence results in a lower cost of debt. It also implies noting that creditors value socially responsible actions (in terms of being included in a corporate sustainability index, as this indicates good business practices, which can mitigate agency problems) and are particularly concerned with the quality of the disclosure of corporate results, which tends to reduce information asymmetry and increase understanding of the company's solvency and likely efficient results in negotiating the cost of debt with the customer.

Keywords: Profit Persistence; Debt Cost; Corporate Sustainability Index (ISE).

RESUMEN

El estudio analiza el efecto del Índice de Sostenibilidad Empresarial (ISE) sobre la relación entre la persistencia de ganancias y el costo de la deuda en las empresas no financieras brasileñas que cotizan en Brasil, Bolsa, Balcão (B3) en el período de 2011 a 2018. A través de una regresión de datos de panel con errores estándar robustos (clustering), en una muestra de 217 empresas con datos obtenidos de la base de datos Economatica®, se observa una asociación entre la persistencia de las ganancias y el costo de la deuda. Esto denota que los acreedores valoran más las ganancias permanentes y menos transitorias. Además, hubo un efecto moderador del ISE en la relación entre persistencia de ganancias y costo de deuda, lo que implica un menor costo de deuda y demuestra que ser una empresa indexada en el ISE fortalece la relación entre persistencia y costo de deuda y los agentes del crédito incorporan información sobre sostenibilidad y calidad de las ganancias al fijar el precio de las deudas financieras. Por lo tanto, las empresas pertenecientes al ISE pueden buscar una mayor persistencia de ganancias, dados los beneficios económicos de brindar información contable de calidad, que es la recompensa de un menor costo de deuda. Por lo tanto, esta investigación contribuye a la literatura que investiga el impacto de la calidad de la información contable sobre el costo de la deuda y también permite a los gerentes comprender que la participación en prácticas de sostenibilidad y la persistencia de ganancias resulta en un menor costo de la deuda. También implica señalar que los acreedores valoran las acciones socialmente responsables (en términos de ser incluidos en un índice de sostenibilidad corporativa, ya que esto indica buenas prácticas comerciales, que pueden mitigar los problemas de agencia) y están particularmente

preocupados por la calidad de la divulgación de los resultados corporativos, que tiende a reducir la asimetría de la información y aumentar la comprensión de la solvencia de la empresa y los probables resultados eficientes en la negociación del costo de la deuda con el cliente.

Palabras-clave: Persistencia de Ganancias; Costo de la Deuda; Índice de Sostenibilidad Empresarial (ISE).

1 INTRODUÇÃO

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

A persistência dos lucros evidencia a capacidade de uma companhia gerar lucro, atrelada aos fluxos de caixa (Lunardi et al., 2019). Portanto, avaliar a persistência dos lucros é um instrumento capaz de medir a saúde financeira e o valor da empresa (Dechow & Dichev, 2002). Uma maior persistência dos lucros reflete maior qualidade dos lucros, pois resultados financeiros com tais propriedades são vistos pelos investidores como mais sustentáveis, mais permanentes e menos transitórios e, portanto, geralmente preferíveis (Dichev et al., 2013). Essa característica da persistência dos lucros pode ser vista positivamente também pelos credores, pois os provedores de capital dependem dos relatórios financeiros para compreenderem o risco de inadimplência do cliente (Amrah & Hashim, 2020).

Um lucro persistente tem melhor base de avaliação, em relação à possibilidade de erros, diante de lucro não persistente ou pouco persistente (Li et al., 2021). A expectativa é que empresas de capital aberto mantenham constância de seus resultados, visando atrair investidores, pois isso reduz o risco derivado da previsão dos resultados (Arruda et al., 2015), e, consequentemente, pode facilitar a obtenção de financiamento com menores custos.

A qualidade da informação contábil pode afetar as decisões de preços dos credores (Le et al., 2021). Informações contábeis de alta qualidade ajudam os credores a avaliarem melhor os fluxos de caixa futuros de uma empresa, mitigando informações assimétricas e divergências entre os diferentes detentores de dívidas (Li et al., 2021; Zhang, 2008). Diante dos credores, os gerentes podem alterar os lucros por duas razões principais: i) encontrar o financiamento (dívida) apropriado para seus projetos (Kieschnik & Urcan, 2006); ii) e/ou para respeitar as cláusulas do contrato de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994). Isso leva os fornecedores de dívidas buscarem dados de desempenho periódico da empresa, como um indicador de capacidade de pagar a dívida e evitar insolvência (Kothari et al., 2010).

Le et al. (2021) sinalizam que a informação contábil pode não ter a mesma influência nas decisões de preços dos credores em diferentes níveis de desenvolvimento do mercado de capitais e aplicação de regulamentações contábeis. No âmbito de mercados desenvolvidos, a baixa qualidade das informações contábeis está associada a um custo mais alto da dívida (Francis et al., 2005; Vander Bauwhede et al., 2015). Porém, Amrah e Hashim (2020) destacam falta geral de pesquisas que relacionem qualidade dos lucros com o custo da dívida.

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

Outra característica destacada pela literatura com efeito no custo da dívida é o fato da companhia ter ações direcionadas ao campo da sustentabilidade (Carnevale & Drago, 2024). As instituições de crédito valorizam o desempenho e a divulgação ESG (Ambiental, Social e de Governança Corporativa, na sigla em inglês) e integram as informações ESG em suas decisões de crédito (Carnevale & Drago, 2024; Eliwa et al., 2021). De forma geral, as instituições de crédito incorporam os dados de ESG na decisão de empréstimo para avaliar dois tipos de riscos: de inadimplência e de reputação (Weber et al., 2010; Weber et al., 2014).

A integração de informações sobre as práticas ESG de uma empresa pode mitigar riscos, reduzindo o custo da dívida cobrada dessa empresa pelas instituições de crédito (Aleksnevičienė & Stralkutė, 2023). Os empreendimentos responsabilmente sustentáveis tendem estar mais preparados para enfrentar riscos econômicos, ambientais e sociais, ou seja, suportarem o custo de um empréstimo visto que, além da responsabilidade econômica de serem lucrativos visam cumprir também as outras responsabilidades, como a legal, de seguir as leis, e a ética, de trazer um comportamento corporativo consistente com as normas e a ética social, o que implica maior adimplência social com os credores, aumento da divulgação de informações e transparência, em especial de elementos não financeiros, como a exposição ao risco de violação ambiental e gerenciamento desse risco ambiental (Jung et al., 2018). Assim, valores como responsabilidade e ética e boas práticas de sustentabilidade denotam ao credor uma imagem de melhor performance interna e de perenidade das receitas (Eliwa et al., 2021).

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

Dessa forma, as características de lucros persistentes e práticas socialmente responsáveis podem afetar o custo da dívida, pois sinalizam ser entidade com previsibilidade de lucros futuros e, por conseguinte, capacidade de pagamento aos credores. Le et al. (2021) salientam necessidade de estudos sobre qualidade dos lucros e custo da dívida em mercados emergentes, considerando outras medidas de qualidade da informação contábil, como a persistência dos lucros. Amrah e Hashim (2020) evidenciam carência de investigações sobre qualidade dos lucros e custo da dívida. Para Eliwa et al. (2021) e Carnevale e Drago (2024) o impacto do ESG no custo da dívida ainda é uma questão controversa no âmbito acadêmico. Neste contexto, busca-se responder o seguinte questionamento: Qual o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida nas empresas brasileiras? Assim, este estudo analisa o efeito do Índice de Sustentabilidade Empresarial na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida nas empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018.

O custo da dívida está relacionado à eficiência da infraestrutura de contratação de dívida (Gassen & Fülbier, 2015). Assim, acredita-se que a tendência de persistência dos lucros em empresas pertencentes ao ISE esteja negativamente relacionada ao custo da dívida. Ou seja, com base na Teoria da Sinalização, parece razoável supor que a gestão da empresa realiza ações de RSC para se diferenciar de outras empresas sem RSC e, isso tende induzir um desempenho superior (Ng & Rezaee, 2015) de seus resultados aos credores. Além disso, o ISE é um índice gerido pela B3 e que indica o desempenho médio das cotações dos ativos de empresas selecionadas pelo seu reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial (ISE B3, 2023). Logo, isso tende a sinalizar segurança aos fornecedores de capital sem eles terem que averiguarem quais são as ações sustentáveis.

Assim, o estudo se faz relevante devido prosseguir Le et al. (2021) ao analisar distinta *proxy* de qualidade dos lucros em mercados emergentes (persistência dos lucros) e agregar outro aspecto que pode interferir na relação custo do capital e qualidade da informação, a

Responsabilidade Social Corporativa (RSC) evidenciada pelo fato da companhia brasileira ser integrante do Índice de Sustentabilidade Empresarial. No contexto brasileiro, avança Nardi e Nakao (2009) que sugeriram pesquisas explorando a relação entre as variáveis custo da dívida e qualidade da informação contábil. Também, o mercado brasileiro é proeminente de verificação, pois a carteira ISE reúne R\$ 1,74 trilhão em valor de mercado, equivalendo a 41,08% do valor total das empresas com ações negociadas na B3 (ISE B3, 2023).

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

2 REFERENCIAL TEÓRICO

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

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

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

Nas empresas brasileiras de capital aberto, identificou-se relação positiva entre custo da dívida e gerenciamento por *accruals*, ou seja, quanto maior (menor) o gerenciamento de resultados, maior (menor) o custo da dívida (Nardi & Nakao, 2009). Também há evidências de a qualidade dos *accruals* afetar o custo de capital, quando examinado duas classes de ações negociadas no mercado da China antes de 2001 (Hong et al., 2019). Na bolsa de valores da cidade de Ho Chi Minh os *accruals* tiveram relação negativa e significativa com o custo da dívida de empresas vietnamitas listadas (Le et al., 2021).

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

Adicionalmente, empresas maiores e mais geradoras de caixa são vistas como tendo menos risco financeiro e, portanto, tendem a demonstrar uma relação inversa com o custo da dívida (Vander Bauwhede et al., 2015). Dessa forma, um lucro persistente possibilita a previsão

de lucros futuros com maior acurácia pelos usuários da informação, pois se mostra mais sustentável e previsível (Dechow & Dichev, 2000; Dichev et al., 2013).

A qualidade da informação contábil, a qual inclui a persistência dos lucros, pode afetar as decisões de preço dos credores (Le et al., 2021). Isso ocorre, pois dados financeiros de alta qualidade ajuda os credores avaliarem melhor os fluxos de caixa futuros da empresa e, por consequência, reduz a assimetria informacional (Li et al., 2021). Ainda, a visão de persistência dos lucros consiste na perspectiva de ser uma entidade geradora de lucros de longa duração, em que os lucros correntes são considerados de alta qualidade e servem como um bom guia para os lucros em longo prazo (Dichev et al., 2013). Portanto, permite que os credores emprestem capital a uma entidade que mantém a sustentabilidade dos lucros e, possivelmente buscará ter relação positiva entre lucros e fluxo de caixa.

Por outro lado, perante os credores, os gerentes poderiam alterar os lucros por duas razões principais: para encontrar o financiamento (dívida) apropriado para seus projetos (Kieschnik & Urcan, 2006) e/ou para respeitar as cláusulas do contrato de dívida (DeFond & Jambalvo, 1994). Sendo assim, as evidências teóricas sugerem a investigação de que a persistência dos lucros sinaliza aos credores um sinal positivo, levando a pressupor que:

H₁: companhias com persistência de lucros possuem um custo de dívida mais baixo.

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

As instituições de crédito valorizam o desempenho e a divulgação ESG e integram as informações ESG (Ambiental, Social e de Governança Corporativa, na sigla em inglês) em suas decisões de crédito – empresas com desempenho ESG mais forte têm um custo de dívida menor (Carnevale & Drago, 2024; Eliwa et al., 2021) e a divulgação ESG tem o mesmo impacto que o desempenho ESG sobre o custo da dívida. Outras evidências empíricas reforçam o fato de as instituições de crédito incluírem as informações RSC das empresas em sua decisão de empréstimo para avaliarem dois tipos de riscos impostos por essas empresas: de inadimplência e de reputação (Weber et al., 2010; Weber et al., 2014). Revisão de literatura aponta que os incidentes com ESG ou irresponsabilidade social corporativa levam ao aumento do custo dos empréstimos bancários (Carnevale & Drago, 2024). Portanto, as informações sobre as práticas ESG de uma empresa podem mitigar riscos e reduzir o custo da dívida cobrado pelas instituições de crédito (Eliwa et al., 2021).

No Brasil, desde 2005 as práticas de ações corporativas, são caracterizadas pela divulgação anual do Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 (ISE) (Teixeira et al., 2011). Trata-se de uma carteira formada por ações de empresas com genuíno comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial e, também, por atuar como promotora das boas práticas no meio empresarial brasileiro (ISE B3, 2023).

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

H₂: companhias com iniciativas ISE possuem um custo de dívida mais baixo.

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

Uma revisão de literatura sobre se os bancos avaliam o desempenho/riscos ESG dos mutuários nas suas decisões de empréstimos, concluiu que um ESG superior pode melhorar a solvabilidade e é recompensado com *spreads* de crédito mais baixos (Carnevale & Drago, 2024). Adicionalmente, verificaram-se os agentes de crédito utilizando o cumprimento da RSC como um mecanismo de triagem para avaliar os riscos de incumprimento das empresas perante as suas dívidas (Duggal et al., 2024). Ainda, as práticas ESG sinalizam ações atuais visando melhor desempenho futuro (lucro maior) (Dhaliwal et al., 2011) e a persistência dos lucros reflete um histórico de lucro perene da entidade e capacidade de pagamento (Dechow & Dichev, 2000; Dichev et al., 2013). Assim, visando atender as perspectivas das partes interessadas, como os agentes de crédito, as ações que visam ter e manter o ISE também pode ser eficiente para promover o oportunismo dos gestores em manter lucros persistentes, visto esse, por si só indicar potencial de honrar as dívidas. Consequentemente, a simultaneidade da persistência dos lucros e de práticas ESG tende sinalizar que é uma empresa sustentável financeiramente, levando os credores a avaliarem como solvente.

Portanto, a ideia central é que, conjuntamente, as ações sustentáveis e a persistência dos lucros gere um efeito de menor custo da dívida, pois essas variáveis implicam menor incerteza sobre os fluxos de caixa, perspectiva positiva de rentabilidade futura e de cumprimento dos compromissos assumidos, questões as quais influenciam na mensuração do risco de inadimplência. Assim, emerge a terceira hipótese de pesquisa.

H₃: o ISE modera a relação entre persistência de lucros e custo de dívida, de modo a reduzir esse custo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A amostra é formada por 217 empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2018. Esse período é analisado tendo em vista ser pós-adoção da IFRS e sem contemplar 2020, ano no qual pode ser impactado pelos reflexos da pandemia (crise) da Covid-19, gerando resultados específicos e bastantes distintos dos obtidos no recorte amostral desta pesquisa. Salienta-se que foi considerado o ano de 2019 apenas para a variável dependente (COD), a qual é mensurada em $t+1$ (Tabela 1). A análise de 2019 para toda a amostra implicaria incluir dados de 2020 para a variável dependente.

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

Tabela 1
Variáveis da pesquisa

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal esperado	Suporte teórico
VARIÁVEL DEPENDENTE				

**EFEITO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL NA RELAÇÃO ENTRE
PERSISTÊNCIA DOS LUCROS E CUSTO DA DÍVIDA EM COMPANHIAS BRASILEIRAS**

Custo da dívida	COD	Despesa de juros do ano t + 1 dividido pelo valor médio de dívida financeira ao longo do ano t + 1, ou seja, 1 ano à frente evidencia o custo efetivo de juros	NA	Le et al. (2021)
VARIÁVEL INDEPENDENTE DE INTERESSE				
Persistência dos lucros	PER	Conforme a Equação 1	—	Dechow & Schrand (2004)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE				
Tamanho da companhia	TAM	Logaritmo natural do ativo total	—	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Alavancagem	ALA	Razão entre as dívidas totais e os ativos totais no final do ano t	+	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Cobertura de juros	COJ	Razão entre o lucro operacional e as despesas com juros do ano t	—	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Retorno sobre o ativo	ROA	Razão entre o lucro líquido após os impostos dividido pelo ativo total médio	—	Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Performance do fluxo de caixa	PFC	Fluxo de caixa das operações dividido pelo ativo total médio	—	Le et al. (2021)
Índice de Sustentabilidade Empresarial	ISE	Percentual do índice ISE obtido no banco de dados da Economatica®	—	Aleknevičienė & Stralkutė (2023); Eliwa et al. (2021); Le et al. (2021)
Setor	SET	Dummies de setor	+/-	Le et al. (2021)

Nota.: NA – não há sinal esperado.

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

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

Em que:

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

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

ε_{it} = erro da regressão.

Seguindo Lunardi et al. (2019), para a Equação 1, as seguintes escolhas foram realizadas: i) as variáveis foram ponderadas pelo ativo total do início do período, pois isso visa controle de extremas diferenças de tamanho entre as empresas da amostra; ii) a variável analisada é o EBIT, a qual é um indicador que deduz os investimentos necessários a reposição do ativo, podendo representar valores mais úteis ao fluxo de caixa futuro, em um contexto de capacidade de pagamento da empresa de dívidas com agentes de crédito; e iii) a investigação da persistência dos lucros contábeis ocorreu por meio do coeficiente α_1 .

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

Para analisar o efeito da persistência no custo da dívida (H_1), a Equação 2 foi utilizada.

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

Para avaliação do Índice de Sustentabilidade Empresarial no custo da dívida (H_2), a Equação 2 passou a incluir a *proxy* ISE ($\beta_8 ISE_{it}$) e, para verificar a moderação do ISE na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida (H_3), inseriu-se na Equação 2 o termo de interação entre ISE e a qualidade da informação contábil ($\beta_9 ISE_{it} * PER_{it}$). Assim, na Equação 2, o coeficiente de β_1 permitiu obter as evidências sobre H_1 , ao passo que o β_8 para H_2 . Já o termo

de interação entre ISE e a qualidade da informação contábil (PER) testou H_3 e evidenciou o efeito moderador do ISE na qualidade da informação contábil, visando menor custo da dívida. Portanto, quando o coeficiente (β_9) é significativo, a inclinação entre ISE e o custo da dívida varia entre empresas com alto e baixo índice de persistência.

Para se reduzir possíveis problemas de endogeneidade, utilizou-se um conjunto de variáveis de controles selecionadas a partir da literatura, que contemplam características endógenas e exógenas às empresas. O tamanho da empresa (TAM) é incluído, pois empresas maiores são consideradas menos arriscadas financeiramente e tendem a ter mais recursos para aplicar em práticas ESG, o que implica esperar relação negativa com o custo da dívida (Lunardi et al., 2019). Uma elevada alavancagem (ALA) é associada a um risco financeiro mais alto, ou seja, empresas com menor alavancagem tem melhor solvência e uma taxa de juros mais baixa, levando a creditar em um coeficiente de alavancagem positivo (Eliwa et al., 2021). A cobertura de juros (COJ) significa capacidade de a empresa pagar os custos dos juros, o que sugere um coeficiente negativo, pois empresas com cobertura de juros maiores é provável que tenham menor custo de dívida (Eliwa et al., 2021; Le et al., 2021). Desta forma, menor alavancagem e maior cobertura de juros viabilizam investimentos em ESG.

O ISE representa o percentual de divulgação das empresas pertencentes à carteira do ISE, tendo em vista essa medida ser mais sensível à assimetria de informações do que apenas o fato de ter ou não um ISE (Aleksnevičienė & Stralkutė, 2023). Um nível mais elevado de divulgação ESG está ligado a uma menor assimetria de informação entre as empresas mutuárias e as instituições mutuantes e, portanto, implica menor risco e redução do custo da dívida (Eliwa et al., 2021). A capacidade da empresa de ganhar lucros (ROA) e gerar fluxos de caixa (PFC) reduz o risco financeiro, melhora o potencial de pagar dívidas e acende margem para aplicar em ações ESG, o que sinaliza provável coeficiente negativo para ambas variáveis (Eliwa et al., 2021; Le et al., 2021). Já para controlar as correlações transversais e obter resultados consistentes, incluíram-se *dummies* de setores e dos anos avaliados.

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

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

Os dados foram interpretados de modo descritivo-argumentativo, com base nas estatísticas descritivas, correlação das variáveis (matriz de Spearman) e regressões múltiplas de dados em painel não balanceado (painel com falta de dados em pelo menos um período de tempo para pelo menos uma unidade observacional) com o método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) com erro padrão robusto e efeitos fixos de setor e ano, devido o POLS possibilitar estimar conjuntamente erros padrões robustos diante de heterocedasticidade e autocorrelação e ainda controlar o efeito do setor que é invariante no tempo (Petersen, 2009).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

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

Tabela 2

Estatística descritiva da amostra de 2011 a 2018

EFEITO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL NA RELAÇÃO ENTRE
PERSISTÊNCIA DOS LUCROS E CUSTO DA DÍVIDA EM COMPANHIAS BRASILEIRAS

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

A Tabela 2 destaca um custo da dívida (COD) heterogêneo na amostra, pois a média é de 0,3519 com os limites inferiores e superiores de respectivamente, 0,0187 e 5,7025 e desvio padrão de 0,7086. A persistência apresenta comportamento simétrico e 11,06% da amostra faz parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial da bolsa brasileira. As empresas da amostra não são lucrativas, com ROA mediano de 28% e têm estrutura financeira saudável, com alavancagem mediana de 31,63% e cobertura de juros mediana de 54,83%.

Devido os dados não apresentar normalidade, a Tabela 3 fornece a matriz de correlação de Spearman entre as variáveis consideradas na análise do estudo.

Tabela 3

Matriz de correlação

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

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

A Tabela 4 evidencia os resultados da relação entre persistência e custo da dívida.

Tabela 4

Persistência dos lucros e custo da dívida (H₁)

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

Nota. SE = Sinal Esperado.

Com base na Tabela 4, ao nível de significância de 10%, a persistência dos lucros apresenta relação negativa com o custo da dívida, assim como esperado. Isso evidencia que lucros contábeis persistentes, ou seja, uma maior qualidade da informação contábil reportada minimiza o custo da dívida. Também permite compreender que as demonstrações financeiras e os resultados contábeis são fontes de informação importantes aos credores (Amrah & Hashim, 2020). Dessa forma, lucros persistentes contribuem para os credores avaliarem os fluxos de caixa futuros da empresa e, assim, mitigarem informações assimétricas (Li et al., 2021). Logo, não é possível rejeitar H_1 – companhias com persistência de lucros possuem um custo de dívida mais baixo. Esse resultado está de acordo com Francis et al. (2005), Le et al. (2021) e Vander Bauwhede et al. (2015).

Ainda, esse achado corrobora a literatura que sinaliza os usuários da informação contábil, especificamente os credores, valorizando informações contábeis de maior qualidade, ou seja, lucros persistentes (Le et al., 2021; Li et al., 2021). Os detentores de dívida procuram informação sobre a capacidade de geração de rendimento da empresa (ou seja, seu desempenho periódico), como um indicador da capacidade da empresa quitar dívida visando evitar insolvência (Kothari et al., 2010). Uma vez que a persistência dos lucros é uma medida contabilística da qualidade dos lucros, reflete principalmente o risco de precisão da informação incorporado nos relatórios financeiros pelos credores. Dessa maneira, dados contábeis de qualidade possibilitam redução da assimetria da informação, de modo que credores avaliem e compreendam a capacidade de solvência da empresa (Li et al., 2021). Resultado similar, de que o aumento da qualidade dos resultados financeiros leva à redução do custo da dívida, também foi observado por Amrah e Hashim (2020) no âmbito de Omã.

Em relação às variáveis de controle, ao nível de 1%, o tamanho da empresa e a alavancagem estão significativamente correlacionadas com o custo da dívida (COD), mas a alavancagem denota impacto mais significativo na variável dependente. Isso sinaliza que empresas maiores podem tomar empréstimos a um custo de juros mais baixo (Francis et al., 2005; Le et al., 2021). Embora o coeficiente negativo sobre a alavancagem não seja consistente com a expectativa geral, ele está de acordo com outras pesquisas anteriores, como Francis et al. (2005) e Vander Bauwhede et al. (2015). Uma possível explicação é que as empresas captam empréstimos a uma taxa de juros mais baixa e, em consequência, tendem a emprestar mais, especialmente as maiores. Além disso, em termos econométricos, uma possível razão é a correlação negativa entre a alavancagem e a cobertura de juros (-0,3975 na Tabela 4), que pode ter afetado a estimativa do coeficiente de alavancagem.

As outras variáveis de controle, cobertura de juros (COJ), ROA e capacidade de gerar fluxos de caixa (PFC), não tiveram associação significativa com o custo da dívida. Isso pode ser devido ao fato de, em média, as empresas terem resultados negativos, ou seja, do ponto de vista da relação risco-retorno, baixa perspectiva de lucros futuros persistentes e positivos.

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

Tabela 5
ISE e custo da dívida (H_2)

COD	SE	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95 % Conf. Interval]
ISE	–	0,0001	0,0000	2,9500	0,0030	0,0000 0,0001
TAM	–	0,0014	0,0150	0,0900	0,9270	-0,0281 0,0309
ALA	+	-0,3262	0,1280	-2,5500	0,0110	-0,5770 -0,0754
COJ	–	-0,0029	0,0018	-1,5700	0,1150	-0,0065 0,0007
ROA	–	-0,3450	0,2647	-1,3000	0,1920	-0,8638 0,1737
PFC	–	0,4211	0,1961	2,1500	0,0320	0,0368 0,8054
_cons		0,1926	0,2626	0,7300	0,4630	-0,3221 0,7073
Número de observações				189		
Número de empresas				34		

EFEITO DO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL NA RELAÇÃO ENTRE
PERSISTÊNCIA DOS LUCROS E CUSTO DA DÍVIDA EM COMPANHIAS BRASILEIRAS

R-quadrado	56,89
R-quadrado ajustado	43,29
Breusch-Pagan (<i>Pooling</i> /RE)	0,0024
Chow (<i>Pooling</i> /FE)	0,0000
Hausman (RE/FE)	1,0000
Controle de setor	Sim
Controle de ano	Sim

Nota. SE = Sinal Esperado.

Verifica-se, conforme Tabela 5, efeito positivo e significativo ao nível de 1% do ISE no custo da dívida. Parte da literatura ressalta que a divulgação de práticas socioambientais é mais provável de ser entendida como uma abordagem simbólica no mercado, visando gerenciar a imagem corporativa, em vez de uma melhoria substancial na responsabilidade (Eliwa et al., 2021). Com base nisso, as empresas com baixo desempenho ISE tentam aumentar sua divulgação para compensar a abordagem simbólica. Esse resultado leva a rejeitar H_2 – companhias com iniciativas ISE possuem um custo de dívida mais baixo.

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

Ao mesmo tempo em que uma maior transparência de informações RSC diminui a assimetria informacional e reduz o custo da dívida, pode fornecer informações adicionais sobre o futuro perfil de risco. Por exemplo, a divulgação de informações relacionadas ao carbono, por meio de um relatório de RSC, além de mostrar consciência de seus riscos e o nível histórico de emissão de carbono, leva os credores, das empresas altamente poluentes e com altas emissões, projetarem suspeitas futuras de risco de violação ambiental, incorrendo em avaliações negativas na escala de financiamento (Jung et al., 2018).

Assim, o fato de apresentar um maior ISE pode não reduzir a percepção dos credores de risco financeiro e de incapacidade de pagar dívidas. Eliwa et al. (2021) destacam que é importante as instituições de crédito exigirem mais informações ESG, tendo em vista o papel que possuem no mercado, intermediários de informação, pois têm acesso a dados privados (como os potenciais projetos de investimento) e monitoram o comportamento dos mutuários para precificar os riscos, o que motivaria as empresas fortalecerem seu desempenho e divulgação ESG, ao compreenderem que os bancos usam as práticas ESG como parte de seus critérios de concessão de crédito, sendo isso benéfico também para outras partes interessadas.

Cabe salientar que os resultados deste estudo demonstram o ISE significativamente associado ao custo da dívida, corroborando a literatura que destaca as práticas ESG sendo usadas pelas companhias para enviar um sinal forte às instituições de crédito sobre a eficiência e integridade da sua gestão (Eliwa et al., 2021; Jung et al., 2018). Além disso, as práticas ESG mostram-se relevante na precificação da dívida pelos credores, possivelmente devido sinalizarem perenidade de receitas (Eliwa et al., 2021), menor envolvimento em gerenciamento de resultados (Kim et al., 2012) e melhor desempenho financeiro (Dhaliwal et al., 2011; Ghoul et al., 2011; Goss & Roberts, 2011; Ng & Rezaee, 2015). Por fim, a alavancagem e a capacidade de gerar fluxos de caixa possuem sinais distintos do esperado.

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

Tabela 6*Efeito moderador do ISE na relação entre persistência e custo da dívida (H₃)*

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

Nota. SE = Sinal Esperado.

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

Eliwa et al. (2021) ressaltam que as instituições de crédito podem ser percebidas pela sociedade como facilitadoras de práticas ESG negativas, resultando em reações adversas das partes interessadas a essas instituições de crédito. Esses riscos representam incentivos para que as instituições de crédito integrem as informações ESG em seu processo de avaliação de solvência, mas não limitem a sua análise a este aspecto. Ainda, a concessão de crédito de um banco que avalia práticas ESG cria presença de longo prazo no mercado ao enfatizar sua própria contribuição para a qualidade ambiental e para a sociedade (Carnevale & Drago, 2024; Duggal et al., 2024; Eliwa et al., 2021).

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

Os dados obtidos demonstram que o fato de uma empresa manter simultaneamente lucros contábeis persistentes e práticas ESG, possibilita que ela seja avaliada pelos credores como de menor risco quanto ao pagamento de suas dívidas, o que consequentemente implica

instituições de crédito fornecendo capital a um menor custo. Assim, dada à importância econômica de ter um custo da dívida mais baixo, é válido que os gestores de empresas de práticas sustentáveis avaliadas por um índice, envidem esforços para garantir a qualidade da informação contábil, nomeadamente cumprindo rigorosamente as normas contábeis ao apresentar e divulgar informação verdadeira e justa, ou seja, lucros persistentes.

Sendo assim, parece razoável inferir, com base na Teoria da Sinalização, que a gestão da empresa realiza ações de RSC para se diferenciar de outras empresas sem RSC e, se a mesma também mantiver persistência dos lucros contábeis, implicará percepção positiva aos credores, mais especificamente menor custo da dívida. Assim, a RSC associada a lucros persistentes pode reduzir a assimetria informacional entre as partes (gerentes e agentes de crédito) e aumentar a confiabilidade dos credores. Isso leva a redução nos custos de monitoramento, menor risco de inadimplência e, portanto, menor custo da dívida.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

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

Os achados da pesquisa revelaram associação da persistência dos lucros com o custo da dívida. Isso denota que os credores prestigiam lucros mais permanentes e menos transitórios. Ainda, observou-se efeito moderador do ISE na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida, implicando menor custo da dívida. Logo, empresas brasileiras com índice ISE (ações de sustentabilidade empresarial) e persistência de lucros apresentam menor custo da dívida. Isso sinaliza que o mercado incorpora informações de sustentabilidade ao precificar o risco (Ng & Rezaee, 2015) e as empresas com práticas RSC e lucros persistentes são recompensadas com menor custo de financiamento. As empresas socialmente responsáveis são mais transparentes, o que está relacionado a uma maior divulgação de informações sobre suas atividades, tornando-as favoráveis aos credores.

Esses resultados são consistentes com a noção de que a divulgação ESG pode ser usada pelas empresas para melhorar sua reputação e conseguir os benefícios associados à divulgação, dentre eles de menor custo financeiro na captação de financiamentos, desde que busquem também apresentar persistência de seus resultados financeiros. Essa descoberta sugere que os credores exigem taxas de juros mais altas para empresas que não possuem persistência de seus resultados (qualidade na informação contábil reportada) e listadas em práticas de responsabilidade socioambiental. Logo, companhias com maior persistência dos resultados e adotantes e com divulgação das práticas socioambientais tendem a apresentar menor custo da dívida, devido à redução da assimetria informacional.

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

Este estudo amplia a literatura existente ao investigar o efeito moderador do Índice de Sustentabilidade Empresarial na relação entre a persistência dos resultados e o custo da dívida. Avança a literatura sobre o impacto da qualidade da informação contábil no custo da dívida em um mercado emergente e progride Le et al. (2021) ao analisar outra *proxy* de qualidade dos lucros (persistência) e agregar outro aspecto que pode interferir na relação custo do capital e

qualidade da informação, a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), sendo evidenciada pelo fato da companhia brasileira ser integrante do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Também estende Carnevale e Drago (2024) e Eliwa et al. (2021) que sugeriram pesquisas expandindo a amostra ao incluir economias emergentes.

No âmbito social, esta pesquisa evidencia as empresas os potenciais benefícios econômicos (menor custo da dívida) de fornecer relatórios financeiros de alta qualidade, bem como de desenvolver ações para existência de lucros persistentes, especialmente quando adotante de práticas de sustentabilidade empresarial. Portanto, tende ser notória e valorizada pelos credores, a dedicação dos gestores em garantir qualidade da informação contábil, por exemplo, cumprir rigorosamente as normas contábeis ao apresentar informações verdadeiras e justas. Além do mais, denota aos reguladores que os credores também prestigiam dados financeiros de qualidade, especialmente quando a empresa divulga práticas socioambientais.

Embora os resultados revelem efeitos importantes do ISE e da persistência dos lucros para explicar o custo da dívida, esta pesquisa apresenta limitações que são singulares à amostra, pois abordou um cenário peculiar reservado às empresas brasileiras não financeiras pertencentes a B3 S.A., que continham as informações necessárias no período analisado. Outra limitação é que os resultados da investigação sobre a associação entre o ISE e o custo da dívida podem depender da medida ISE utilizada (percentual de divulgação). Portanto, a escolha de outras medidas de práticas ESG representa um caminho para pesquisas futuras.

Pesquisas futuras também podem avaliar o efeito moderador da responsabilidade social corporativa na relação entre persistência dos lucros e custo da dívida em mercados desenvolvidos, tendo em vista os resultados mistos constantes nas pesquisas anteriores sobre o efeito da qualidade da informação contábil e de práticas ESG no custo da dívida. Outra comparação é o período Covid-19 e pós-Covid-19, pois durante e após a crise da pandemia Covid-19 os achados podem ser distintos do período pré-Covid-19 avaliado neste estudo.

REFERÊNCIAS

- Aleknevičienė, V., & Stralkutė, S. (2023). Impact of corporate social responsibility on cost of debt in Scandinavian public companies. *Oeconomia Copernicana*, 14(2), 585-608. doi: 10.24136/oc.2023.016
- Amrah, M. R., & Hashim, H. A. (2020). The effect of financial reporting quality on the cost of debt: sultanate of Oman evidence. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 28(2), 393-414. Retrieved from <https://journals.iium.edu.my/enmjjournal/index.php/enmj/article/view/749>
- Arruda, M. P., Vieira, C. A. M., Paulo, E., & Lucena, W. G. L. (2015). Análise do conservadorismo e persistência dos resultados contábeis das instituições financeiras brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(2), 23-35. https://doi.org/10.21446/scg_ufrij.v10i2.13348
- Ashforth, B. E., & Gibbs, B. W. (1990). The double-edge of organizational legitimation. *Organization Science*, 1(2), 177-194.
- Carnevale, C., & Drago, D. (2024). Do banks price ESG risks? A critical review of empirical research. *Research in International Business and Finance*, 69. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102227>

- Dhaliwal, D., Li, O., & Tsang, Y. A. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86, 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(4), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M. & Schrand, C. M. (2004). *Earnings quality*. Charlottesville (Virginia): CFA Institute.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>
- DeFond, M., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(2), 145-176. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Degenhart, L., Mazzuco, M. S. A., & Klann, R. C. (2017). Relevância das Informações Contábeis e a Responsabilidade Social Corporativa de Empresas Brasileiras. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 14(3), 157-168. doi: 10.4013/base.2017.143.01
- Duggal, N., He, L., & Shaw, T. S. (2024). Mandatory corporate social responsibility spending, family control, and the cost of debt. *The British Accounting Review*, In Pres. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101356>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Freitas, T. R., Melo, N. C., Oliveira, J. S., & Castro, W. A. (2019). Profitability Of Companies Listed On The Portfolio ISE – Business Sustainability Index Of B3 – Brazil Balcony Bag. *Research, Society and Development*, 8(8), e08881178. <https://doi.org/10.33448/rsd-v8i8.1178>
- Gassen, J., & Fülbier, R. U. (2015). Do Creditors Prefer Smooth Earnings? Evidence from European Private Firms. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 151-180. <https://doi.org/10.2308/jiar-51130>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing?. *Research in International Business and Finance*, 39, 13-29. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>
- Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Mishra, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35, 2288-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>

- Goss, A., & Roberts, G. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1794-1810. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
- Hong, P. K., Ma, T., & Zhang, G. (2019). Accruals Quality and Cost of Capital: Evidence from the Chinese Stock Market. *Journal of International Accounting Research*, 18(1), 71-95. <https://doi.org/10.2308/jiar-52216>
- ISE B3. (2023). *O que é o ISE B3?* Recuperado de <https://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios>
- Jung, J., Herbohn, K., & Clarkson, P. (2018). Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing. *Journal of Business Ethics*, 150(4), 1151-1171. doi: 10.1007/s10551-016-3207-6
- Kieschnik, R., & Urcan, O. (2006). Earnings Management and Convertible Debt Issuance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=817164>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761-796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kothari, S. P., Ramanna, K., & Skinner, D. J. (2010). Implications for GAAP from an Analysis of Positive Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 246-86. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.003>
- Le, H. T. T., Vo, X. V., & Vo, T. T. (2021). Accruals quality and the cost of debt: Evidence from Vietnam. *International Review of Financial Analysis*, 76. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101726>
- Li, N., Lou, Y., Otto, C. A., & Wittenberg-Moerman, R. (2021). Accounting Quality and Debt Concentration. *The Accounting Review*, 96(1), 377-400. <https://doi.org/10.2308/tar-2017-0250>
- Lunardi, M. A., Barbosa, E. T., & Cunha, P. R. (2019). Relação entre o 'Board Interlocking' e a Persistência nos Lucros. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 16(4), 589-613. doi: 10.4013/base.2019.164.04
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>

- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55). <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>
- Vander Bauwhede, H., Meyere, M., & Van Cauwenberge, P. (2015). Financial reporting quality and the cost of debt of SMEs. *Small Business Economics*, 45, 149-164. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9645-1>
- Weber, O., Diaz, M., & Schwegler, R. (2014). Corporate social responsibility of the financial sector—Strengths, weaknesses and the impact on sustainable development. *Sustainable Development*, 22(5), 321-335. <https://doi.org/10.1002/sd.1543>
- Weber, O., Scholz, R. W., & Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and the Environment*, 19(1), 39-50. <https://doi.org/10.1002/bse.636>
- Zhang, J. 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27- 54. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.06.002>