

115

RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DAS SUBVENÇÕES E ASSISTÊNCIAS GOVERNAMENTAIS NO BRASIL

Doutor/Ph.D. Paulo Henrique Nobre Parente [ORCID iD](#), Aluno Graduação/Undergraduate Student Denise Aristides Oliveira [ORCID iD](#), Aluno Graduação/Undergraduate Student Francisca Fernanda Xavier Queiroz [ORCID iD](#), Doutor/Ph.D. José Glauber Cavalcante dos Santos [ORCID iD](#)

Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Ceará, Brazil

Doutor/Ph.D. Paulo Henrique Nobre Parente

[0000-0002-4616-7370](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC/UFC)

Aluno Graduação/Undergraduate Student Denise Aristides Oliveira

[0000-0002-1182-3016](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Bacharelado em Administração (UFC)

Aluno Graduação/Undergraduate Student Francisca Fernanda Xavier Queiroz

[0000-0001-7715-3919](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Bacharelado em Administração (UFC)

Doutor/Ph.D. José Glauber Cavalcante dos Santos

[0000-0002-7971-3542](#)

Programa de Pós-Graduação/Course

Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC/UFC)

Resumo/Abstract

Objetivo: Investigamos se as Subvenções e Assistências Governamentais (SAG) têm conteúdo informacional incremental relevante na precificação de títulos acionários no Brasil. *Resultados:* As evidências da pesquisa demonstram que não é possível rejeitar hipótese de que as SAG assumem papel de “outras informações” no processo de avaliação, afetando, portanto, a percepção dos investidores e causando diferenças em termos de valor das firmas. Obteve-se ainda que a origem e o valor financeiro das SAG denotam valor informativo nesse mercado. *Conclusões:* Percebe-se que, em países como o Brasil, a conexão política, mesmo que indireta, pode ser capaz de alterar expectativas de decisões de investimento com viés de benefício para as firmas conectadas, sendo isso precificado como vantagem

econômica e diferenciação. *Método:* Foram estimadas regressões múltiplas lineares por OLS e funções quantílicas. Fez-se o uso, para os testes empíricos, dos modelos de Collins et al. (1997) e Ohlson (1995). Ao todo, 2.629 observações-ano compõe a análise no período 2010-2020 (11 anos). *Implicações:* A regulamentação contábil de SAG prova-se relevante instrumento informacional em economias como o Brasil. Os *players* do mercado devem monitorar esse tipo de informação e apreciá-la nos modelos de estimação de fluxos futuros de caixa.

Modalidade/Type

Artigo Científico / Scientific Paper

Área Temática/Research Area

Contabilidade Financeira e Finanças (CFF) / Financial Accounting and Finance



RELEVÂNCIA INFORMACIONAL DAS SUBVENÇÕES E ASSISTÊNCIAS GOVERNAMENTAIS NO BRASIL

RESUMO

Objetivo: Investigamos se as Subvenções e Assistências Governamentais (*SAG*) têm conteúdo informacional incremental relevante na precificação de títulos acionários no Brasil.

Resultados: As evidências da pesquisa demonstram que não é possível rejeitar hipótese de que as *SAG* assumem papel de “outras informações” no processo de avaliação, afetando, portanto, a percepção dos investidores e causando diferenças em termos de valor das firmas. Obteve-se ainda que a origem e o valor financeiro das *SAG* denotam valor informativo nesse mercado.

Conclusões: Percebe-se que, em países como o Brasil, a conexão política, mesmo que indireta, pode ser capaz de alterar expectativas de decisões de investimento com viés de benefício para as firmas conectadas, sendo isso precificado como vantagem econômica e diferenciação.

Método: Foram estimadas regressões múltiplas lineares por *OLS* e funções quantílicas. Fez-se o uso, para os testes empíricos, dos modelos de Collins *et al.* (1997) e Ohlson (1995). Ao todo, 2.629 observações-ano compõe a análise no período 2010-2020 (11 anos).

Implicações: A regulamentação contábil de *SAG* prova-se relevante instrumento informacional em economias como o Brasil. Os *players* do mercado devem monitorar esse tipo de informação e apreciá-la nos modelos de estimação de fluxos futuros de caixa.

Palavras-chave: Incentivos governamentais. *Value-relevance*. Conexões políticas.

1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa investiga se as Subvenções e Assistências Governamentais (*SAG*) detêm conteúdo informacional incremental relevante na precificação de títulos acionários no mercado de capitais brasileiro a investidores e outros interessados em informações contábeis capazes de sinalizar forte/fraco desempenho econômico futuro das firmas.

Espera-se que as *SAG* sejam relevantes, pois sinalizariam apoio e proteção do governo, assim como benefícios diretos capazes de impactar os fluxos de caixa das empresas. Conjectura-se que as *SAG*, enquanto informação capaz de gerar diferenças em termos de avaliação entre as firmas do mercado capitais brasileiro, estejam contidas no preço dos títulos acionários, sendo o seu efeito positivo no valor na expectativa dos participantes do mercado.

As *SAG* compreendem políticas públicas governamentais direcionadas ao fornecimento de benefícios econômicos a uma empresa ou grupo de empresas sob critérios específicos. São, portanto, instrumentos de intervenção do governo visando compensar imperfeições de mercado, explorar economias de escala e perseguir objetivos de políticas sociais (Schwartz & Clements, 1999). Por regra, as *SAG* atuam, dentre outras formas, através da redução de tributos ou da concessão de empréstimos com taxas subsidiadas.

No Brasil, contexto econômico investigado, a contabilização e divulgação das *SAG* são orientadas pelo CPC 07 (R1) (2010), elaborado à luz da IAS 20 – *Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance*, norma emitida pelo *International Accounting Standards Boards* (IASB). A compulsoriedade sobre o tratamento contábil das *SAG* possui seu lastro na Deliberação nº 646/2010 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na NBC TG 07 (R1)/2013 e na NBC TG 07 (R2)/2017 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

Segundo o aparato normativo, as *SAG*, como uma extensão da política fiscal, passaram a ser reconhecidas como receita na Demonstração do Resultado do Exercício (*DRE*) no período em que ocorrem, desde que atendidos os critérios previamente estabelecidos. A alteração fez possível distinguir o resultado operacional da empresa daquele decorrente das *SAG*, eliminando essa distorção do desempenho das empresas. Antes do processo de convergência das normais



nacionais de contabilidade às normas internacionais, tais recursos eram registrados diretamente como reservas de capital (Santos, Iudícibus, Martins & Gelbcke, 2022). O efeito das SAG nos lucros das empresas brasileiras, entre 2007 e 2008, foi, em média, de 22,50% (Santos, 2012).

Nesse sentido, no mercado de capitais, as SAG podem sinalizar um conjunto amplo de benefícios, associados, notadamente, às conexões políticas. Evidências mostram que empresas politicamente conectadas possuem preferência no recebimento de SAG, apesar de demonstrar desempenho insatisfatório e dificuldades financeiras (Chaney, Faccio & Parsley, 2011; Tao, Sun, Zhu & Yang, 2017). Sugere-se que as empresas subsidiadas podem contar com o suporte e a salvaguarda do governo (Lee, Walker & Zeng, 2014). Nesse contexto, Einsweiller, Dal Magro e Mazzioni (2020) encontraram que empresas brasileiras politicamente conectadas têm maiores chances de obtenção de benefícios fiscais.

As SAG implicam impacto no resultado da empresa. Logo, o recebimento representativo das SAG pode inflar o desempenho da firma subvencionada e, também, converter prejuízos e lucros rapidamente (Lee *et al.*, 2014). Apesar disso, é importante atentar que essa relação não é necessariamente consequente, pois se sujeita à alocação adequada desses recursos (Einsweiller *et al.*, 2020). Além dessa, há outra questão que é o desempenho da empresa originário das SAG ser afetado na suspensão desses subsídios (Yang, Wang & Chen, 2022). Com isso, cria-se na empresa dependência por esses recursos. Portanto, essa atribuição de benefícios advindos das SAG pode ser percebida pelo mercado como vantagem/desvantagem econômica e competitiva. Esse cenário sugere, segundo esses argumentos, que a informação de recebimento das SAG pode alterar as expectativas de investidores acerca da geração de fluxos futuros de caixa, refletindo-se isso no preço das ações.

Neste estudo, à luz da literatura sobre a relevância informacional (Ball & Brown, 1968; Barth, Beaver & Landsman, 2001; Beaver, 2002; Collins, Maydew & Weiss, 1997; Holthausen & Watts, 2001; Lopes, Sant'Anna & Costa, 2007; Ohlson, 1995), considera-se que a informação é *value-relevant* se afeta significativamente o valor da firma, produzindo efeito incremental na avaliação de títulos acionários no mercado de capitais.

Neste estudo foram analisados dados de 200 empresas brasileiras listadas na B3 S.A. no período 2010-2020 (11anos), totalizando, pelas restrições de amostragem, 2.629 observações. O estudo usa o modelo de *value-relevance* proposto por Collins *et al.* (1997) e, adicionalmente, o modelo *residual income valuation* (RIV) de Ohlson (1995). A abordagem metodológica está subsidiada no uso das técnicas de análise de regressão linear e quantílica.

Os resultados foram consistentes com as expectativas e sugerem que o recebimento de SAG é *value-relevant* na tomada de decisão de investimento. Notou-se que o efeito incremental produzido pela informação no preço é positivo, sinalizando que o mercado prospecta vantagens e benefícios econômicos entre empresas receptoras de incentivos do governo se comparadas a firmas não beneficiárias. Adicionalmente, foi realizada análise que indicou que a origem dos recursos (federal e/ou estadual) reflete diferentes percepções no mercado sobre a capacidade de geração de fluxo de caixa e o montante da SAG.

No que diz respeito à contribuição desta pesquisa, localizou-se apenas o trabalho de Lee *et al.* (2014) que investigou o efeito das SAG no valor de mercado de firmas chinesas. Até então, não foram identificados trabalhos que explorassem a *value-relevance* das SAG no Brasil, embora algumas pesquisas tenham examinado os efeitos econômicos das SAG na criação de valor (Carlos & Wickboldt, 2019; Einsweiller *et al.*, 2020; Rezende, Dalmácio & Rathke, 2018). Portanto, ainda se sabe pouco sobre a *value-relevance* das SAG, o que reforça a importância do desenvolvimento deste estudo.

Esta pesquisa contribui com a literatura ao sugerir que a proatividade dos executivos na obtenção de SAG pode ter, além de reflexos na estrutura patrimonial das firmas, impactos na



percepção dos investidores. Para as empresas, os resultados do estudo sugerem que o mercado de capitais brasileiro reconhece a informação sobre *SAG* como capaz de alterar as expectativas dos investidores sobre ganhos futuros para as empresas. Logo, gestores e contadores deveriam considerar as *SAG* como possível direcionador da maximização da riqueza dos acionistas. Sob a perspectiva acadêmica, demonstramos que os modelos de *value-relevance* são efetivos para demonstrar as consequências das *SAG* no valor das empresas no Brasil.

Este trabalho tem implicações importantes para os órgãos reguladores da contabilidade, pois é ratificado que as *SAG* representam *input* informacional importante para as decisões de avaliação de investimentos no mercado de capitais brasileiro e, por essa razão, a evidenciação de *SAG* precisa ser completa e eficiente. Cabe destacar que, em 2010, o órgão regulador proferiu revisão no pronunciamento técnico CPC 07 (2008), reduzindo, em mais da metade, a quantidade de itens passíveis de divulgação. Mesmo assim, a literatura expõe que as empresas apresentam baixo nível de *disclosure* de *SAG* (Benetti, Benetti, Braun & Oro, 2014; Loureiro, Gallon & De Luca, 2011; Souza, Parente, Farias, Forte, 2018).

2 REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES

2.1 Relevância Informacional Contábil

A contabilidade tem o objetivo de fornecer informações úteis para a tomada de decisões econômicas e avaliações por investidores e credores, expõe o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro, aprovado em 2019. Alcança-se esse fim quando os números contábeis indicam representação fidedigna e justa da posição financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da empresa. Para que seja útil, a informação contábil deve ser relevante (*value-relevant*) e isso significa fazer diferença no processo de tomada de decisão dos investidores, refletindo-se no preço/retorno das ações (Barth *et al.*, 2001; Beaver, 2002).

Conforme Lo (2010), é a mudança potencial de expectativas que determina se um item é relevante, *a priori*, independentemente do seu valor monetário. Se o item pode ser antecipado, seu reporte apenas confirma expectativas, não as altera. A relevância (*value-relevance*) é uma das características qualitativas da informação contábil. Ball e Brown (1968) foram os pioneiros no desenvolvimento de estudos que relacionam informações contábeis e o mercado de capitais. Como explicado por Beaver (1968), informações contábeis relevantes proporcionam mudança na percepção da avaliação dos investidores acerca da probabilidade dos retornos (ou preços) futuros, alterando, assim, o valor de equilíbrio do preço de mercado atual.

Holthausen e Watts (2001) propuseram a classificação dos estudos de *value-relevance* em três grupos: associação relativa, associação incremental e conteúdo informacional marginal. Conforme a classificação, este trabalho se enquadra na segunda categoria, dado que investiga se certo item (informação ou número) contábil, caso das *SAG* nesta pesquisa, é útil para explicar os preços das ações. O coeficiente do item em um modelo de regressão deve ser estatisticamente diferente de zero, sendo o preço (valor) a medida a ser explicada.

Francis e Schipper (1999) apresentaram evidências empíricas de redução da relevância dos números contábeis ao longo do tempo. A queda poderia ser explicada diante da necessidade de considerar “outras informações” que justificariam as mudanças nos preços das ações. Ohlson (1995) desenvolveu o *residual income valuation model (RIV)* ou modelo de avaliação dos lucros residuais defendendo essa premissa, pois os números contábeis podem não capturar todo o conteúdo informacional absorvido pelo mercado em razão do conservadorismo, características do próprio mercado, políticas contábeis, restrições informacionais e outros. Seu modelo permite testar empiricamente se essas tais “outras informações”, originadas de eventos relevantes, podem agregar lucros residuais futuros e assim afetar o valor atual da firma (Lopes *et al.*, 2007; Ohlson, 1995). Apesar da sua importância, as pesquisas no mercado acionário brasileiro têm negligenciado o exame do papel das outras informações como elementos que



complementam os números contábeis básicos e melhoram a avaliação das firmas (Coelho & Aguiar, 2008; Coelho, Aguiar & Lopes, 2011).

O modelo de Ohlson (1995) propõe que o valor da firma é função do patrimônio líquido e do lucro anormal (*abnormal earnings*), números básicos com lastro na contabilidade. Porém, por imperfeições e ineficiências do mercado, tais agregados não são suficientes para explicar a totalidade da variação do valor da firma. O que “resta” seria explicado por novos fluxos futuros de caixa incorporados a “outras informações” relevantes, contudo não necessariamente ou ainda não completamente incorporados pela contabilidade. Do modelo original, outros foram testados e reforçaram a teoria de Ohlson (1995), caso do modelo de Collins *et al.* (1997), amplamente difundido, que substituiu o lucro anormal pelo resultado líquido.

Adotando esse arcabouço teórico-empírico, diversos estudos nacionais investigaram a relevância informacional (i) de outros resultados abrangentes (Madeira & Costa Júnior, 2015), (ii) de componentes dos ativos intangíveis (Pacheco, Rover & Vicente, 2018), (iii) do *disclosure* e da gestão de riscos das empresas (Santos & Coelho, 2018) e (iv) dos ativos fiscais diferidos (Guia & Dantas, 2020), além de outras informações. Nesta pesquisa, por sua vez, explora-se a *value-relevance* das SAG, assunto ainda não explorado sob essa ótica nessa literatura.

2.2 Desenvolvimento da Hipótese

Neste estudo, definem-se as SAG como ações do governo voltadas a fornecer benefício econômico a empresa, ou grupo de empresas, que atenda critérios previamente estabelecidos. Evidências sugerem a existência de benefícios advindos das SAG relacionados a aumentos no desempenho, destrave do valor e potencialização da geração de caixa (Almeida & Pereira, 2019; Lee *et al.*, 2014; Rezende *et al.*, 2018). Além disso, as SAG podem proporcionar incremento de eficiência financeira e operacional (Harris & Trainor, 2005; Hu, Jiang & Holmes, 2019; Shinkle & Suchard, 2019), algo que acentuaria o hiato entre empresas receptoras das SAG e as demais.

Firmas incentivadas via recebimento de SAG precisam entregar benfeitorias à economia local e/ou regional, além de prestar contas junto ao poder público e aos demais *stakeholders*, demonstradas com a evidenciação sobre suas operações nas demonstrações financeiras (Saac & Rezende, 2019). Destarte, um fim das SAG é um tipo específico de reversão em benefício da sociedade utilizando-se como intermediário a empresa e sua atividade. As SAG também atraem investimentos, estimulando determinado setor ou região a superar ameaças de crises (Marostica & Petri, 2017), expandindo operações e financiando atividades de interesse público.

Argumenta-se neste estudo que o recebimento de SAG produz conteúdo informacional incremental capaz de modificar a percepção dos investidores sobre o valor da firma subsidiada. Este argumento está sustentado principalmente por duas construções teóricas. Em primeiro lugar, o recebimento das SAG pode sinalizar para o mercado de capitais, *a priori*, uma vantagem derivada das conexões políticas. Essa sinalização associada às conexões políticas seria relevante por conta do efeito de sincronicidade dos preços das ações. Hou e Yang (2021) evidenciam que a sincronicidade dos preços das ações – a magnitude das informações sobre a empresa está refletida no seu valor – é maior nas empresas com sinalização explícita de apoio à políticos e/ou partidos políticos.

Essa evidência pode estar associada aos benefícios decorrentes das conexões políticas, que inclui a preferência no recebimento de SAG, mesmo para empresas com baixo desempenho e em dificuldades financeiras (Chaney *et al.*, 2011; Tao *et al.*, 2017). Mais além, as empresas são favorecidas através da aplicação mais branda da legislação (Blau, Brough & Thomas, 2013; Correia, 2014), da redução na probabilidade de exame de auditoria (Batta, Heredia & Weidenmier, 2014) e da maior probabilidade na obtenção de contratos públicos (Goldman, Rocholl & So, 2013). Indiretamente, as companhias podem ainda ser beneficiadas com redução



no custo de captação de financiamento (Claessens, Feijen & Laeven, 2008; Leuz & Oberholzer-Gee, 2006) e com a redução da taxa efetiva dos tributos (Adhikari, Derashid & Zhang, 2006).

As SAG, obtidas preferencialmente através das relações políticas, podem sugerir uma gestão direcionada ao mercado. Hillman (2005) argumenta que as empresas se beneficiam de suas conexões por serem capazes de compreender o processo de políticas públicas, obtendo acesso direto a políticos, burocratas e tomadores de decisão, influenciando as decisões políticas que legitimam e conferem reputação e *status* às firmas. A percepção dos benefícios pode ser ainda mais relevante em mercados emergentes, com maiores níveis de corrupção e com menores níveis de transparência (Boubakri, Cosset & Saffar, 2012; Faccio, 2006).

Por essa razão este estudo considera o Brasil contexto econômico oportuno à condução de investigação sobre a *value-relevance* das SAG, pois além de ser economia emergente, tem o mercado de capitais ainda em estágio de maturação. No Brasil, o tratamento à contabilização e divulgação das SAG encontra-se no Pronunciamento Técnico CPC 07 (R1) (2010), referendado na Resolução CFC nº 1.305/2010 e na Deliberação CVM nº 646/2010. Elaborado à luz da IAS 20 – *Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance*, norma que foi emitida pelo *International Accounting Standards Boards* (IASB), passou por revisão que culminou na redução dos itens de evidenciação de SAG. Tal cenário proporciona análise de um horizonte relativamente longo acerca do recebimento das SAG no Brasil.

Corroborando isso, Einsweiller *et al.* (2020) demonstram evidências de que empresas brasileiras politicamente conectadas têm maior acesso aos benefícios fiscais, assim como esses subsídios governamentais contribuem na geração de valor adicionado. Esses resultados sinalizam para o mercado que as firmas subsidiadas têm boas perspectivas e menor incerteza relacionada à geração de fluxos de caixa futuros, pois contam com o apoio e a proteção do governo (Lee *et al.*, 2014).

Apesar desses aspectos relativos às conexões políticas, há outra possibilidade. Receber SAG pode enviar a mensagem aos investidores do pesado fardo da política, em vez do apoio ou financiamento (Yang *et al.*, 2022). Nesse sentido, as SAG podem ser prospectadas como sinalização de garantia recessiva endossada pelo governo (Yan & Li, 2008). As empresas subsidiadas podem contar com as SAG e perder gradualmente sua competência no mercado a longo prazo (Liu, Chen, Liu & Yu, 2019). Destarte, os benefícios decorrentes das SAG podem até aliviar a restrição financeira das empresas no curto prazo, mas podem perder a capacidade de gerar valor em intervalos de longo prazo.

Em segundo lugar, o recebimento de SAG introduz impacto no resultado da empresa e, assim, pode ser determinístico no preço das ações. SAG funcionam como um instrumento de intervenção econômica usado por governos para compensar imperfeições de mercado, explorar economias de escala e buscar objetivos de política social (Schwartz & Clements, 1999). Logo, o governo pode oferecer SAG às empresas para fomentar os gastos privados com pesquisa & desenvolvimento (P&D) (Görg & Strobl, 2007), elevar o nível de competitividade das exportações das empresas nacionais (Desai & Hines Jr., 2008), incentivar a geração de emprego e renda do país (De Mel, McKenzie & Woodruff, 2010) e impulsionar práticas socioambientais nas empresas (Wenqi, Khurshid, Rauf & Calin, 2022).

De acordo com o aparato legal vigente no Brasil, as SAG devem ser reconhecidas como receitas no período em que ocorrem desde que atendidas todas as obrigações exigidas para que o benefício seja usufruído. Usualmente se apresentam sob a forma de redução de alíquota de tributo ou concessão de empréstimos com taxas subsidiadas. Diante disso, Lee *et al.* (2014) explicam que um grande volume de SAG pode aumentar temporariamente o desempenho das companhias subsidiadas, e, até mesmo, converter prejuízos em lucros em um curto período (Lee



et al., 2014). Destaca-se, entretanto, que esse desempenho financeiro pode ser insustentável quando há a descontinuidade dos incentivos (Yang *et al.*, 2022).

As SAG devem ser revertidas em importantes incentivos financeiros, que, se aplicados corretamente, podem aumentar a geração de riqueza das empresas (Einsweiller *et al.*, 2020). Assim, quando o governo majora os gastos públicos, pode ocorrer um efeito chamado *crowding-out* – SAG ajudando na expansão da economia. Contudo, tal efeito pode ser neutralizado com a elevação da taxa de juros e redução dos investimentos privados. Existem evidências que sugerem empresas subsidiadas com maiores níveis de investimentos, contudo menor eficiência na alocação dos recursos (Hu *et al.*, 2019). Portanto, pode não haver nenhuma melhoria significativa no desempenho a longo prazo em razão da gestão dos recursos provenientes de SAG (Chen, Lee & Li, 2008).

A literatura não demonstra consenso quanto aos efeitos econômicos produzidos pelas SAG. Pesquisas instruem que as SAG podem melhorar o desempenho financeiro das empresas, além de aumentar seu valor (Dvouletý, Srhoj & Pantea, 2021; Lee *et al.*, 2014). Um outro ponto favorável é a redução das restrições de capital impostas às empresas (Claro, 2006; Li, 2002). Porém, outra linha de investigação aponta que as SAG resultam em superprodução ou até perda de eficiência (Hu *et al.*, 2019), redução dos níveis de efetividade dos investimentos em inovação (Hong, Feng, Wu & Wang, 2016) e favorecimento de companhias com maior vantagem competitiva (Neary, 1994).

Os estudos sobre os efeitos das SAG no mercado acionário brasileiro ainda são escassos. No Brasil, a literatura evidencia que as SAG são capazes de criar valor para os acionistas e para as empresas (Carlos & Wickboldt, 2019; Einsweiller *et al.*, 2020; Rezende *et al.*, 2018). No entanto, parte representativa das pesquisas se concentra apenas no nível de evidenciação de informações sobre SAG (Benetti *et al.*, 2014; Loureiro *et al.*, 2011; Souza *et al.*, 2018). Inova-se neste trabalho ao explorar o efeito das SAG no valor de mercado das empresas brasileiras. O debate em torno da *value-relevance* das SAG se impõe insuficiente na literatura.

À época de realização deste estudo, apenas Lee *et al.* (2014) exploraram a relevância informacional das SAG, se concentrando no mercado acionário chinês entre 2002 e 2008. Fundamentando-se no modelo de relevância de Ohlson (1999), os resultados encontrados sugerem que as SAG não somente são *value-relevant* como têm um efeito incremental no lucro anormal e no patrimônio líquido das empresas chinesas. Os autores destacam que esse resultado se relaciona ao fato de que os analistas (usuários mais sofisticados das informações contábeis) considerarem as SAG como agregado informacional relevante à previsão de lucro, determinação do preço-alvo de ativos e na recomendação de ações.

Esse resultado demonstra que o recebimento das SAG por firmas atuantes em mercados emergentes, como são China e Brasil, merece atenção. Os investidores e outros interessados em informações contábeis capazes de sinalizar vantagens e custos econômicos futuros avaliariam as SAG e isso poderia refletir como aumento ou desconto no preço das firmas. O caso exposto por Lee *et al.* (2014) indica que as SAG seriam avaliadas pelo poder de incremento dos fluxos de caixa das empresas subsidiadas e/ou redução do custo de capital, resultando em menor taxa de desconto dos fluxos futuros de caixa e incremento do valor da empresa. Vale ressaltar que a China é uma economia com forte atuação e intervenção do Estado.

Destaca-se que o efeito provocado pelas SAG no resultado das companhias é demanda atenção. No Brasil, na etapa de transição para as *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS), Santos (2012) identificou que o reflexo das SAG – antes registrada diretamente como Reserva de Capital – nos lucros das empresas foi de 24% (2007) e 21% (2008). A alteração no tratamento contábil das SAG eliminou pontual distorção no desempenho da entidade. Empresas

beneficiadas via SAG, registravam a despesa com o tributo como se efetivamente fosse paga, indo o crédito diretamente ao patrimônio líquido (Santos *et al.*, 2022).

À luz da discussão apresentada, considera-se que as SAG assumem papel de informação capaz de alterar as expectativas econômicas dos participantes do mercado de capitais no Brasil e influenciar os preços dos títulos acionários das empresas. Levanta-se a seguinte hipótese:

H_1 : SAG são *value-relevant* na percepção de investidores na avaliação das empresas no mercado de capitais brasileiro.

O recebimento e o valor recebido podem sinalizar atribuição de benefícios importantes ao negócio. O ambiente socioeconômico exposto ao escrutínio público poderá gerar vantagens competitivas advindas das políticas de incentivos e isso ser incorporado aos preços. Acredita-se que a incorporação das SAG ao resultado produza expectativa positiva acerca dos fluxos de caixa futuros, apesar de se reconhecer que o efeito no valor pode ser marginal ante o imperativo da alocação eficiente desses recursos pelos gestores.

Apesar de reconhecer que o custo político (Yang *et al.*, 2022) pode ser incorporado ao valor das empresas, opta-se nesta pesquisa, seguindo parte da literatura (Claro, 2006; Dvoutely *et al.*, 2021; Einsweiller *et al.*, 2020; Lee *et al.*, 2014; Li, 2002), por atribuir às SAG um efeito incremental positivo e significativo no valor das empresas. Presume-se que o investidor inclua as SAG como informação que sinaliza vantagens econômicas oriundas de conexões políticas e isso conduza à melhoria de fluxos futuros de caixa.

Se reunidas evidências que orientem a não rejeição da hipótese, isso significaria que os números contábeis, *per si*, não explicam toda a variabilidade do preço das empresas e, assim, a existência de outras informações, como as SAG, completaria e alteraria a avaliação.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 População e amostra

A população deste estudo compreende todas as empresas brasileiras de capital aberto que negociaram suas ações na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período entre 2010 e 2020. Para constituição da amostra, foram consideradas apenas as ações com maior liquidez de negociação, conforme a Economática[®]. Os procedimentos de seleção e composição da amostra estão dispostos na Tabela 1.

Tabela 1 – Processo de seleção da amostra

Painel A – Procedimentos de seleção e composição da amostra

Descrição dos procedimentos	Empresas	Observações
População inicial entre 2010 e 2020	855	9.405
(-) empresas com status cancelado na B3	(450)	(4.950)
(-) empresas com dados ausentes	(205)	(1.826)
= Amostra final	200	2.629

Painel B – Distribuição da amostra por SAG

Recebimento de SAG (RSAG)	Observações	Percentual
Não receberam SAG	1.442	54,9%
Receberam SAG	1.187	45,2%
Origem: Federal (FSAG)	730	61,5%
Origem: Estadual (ESAG)	205	17,3%
Origem: Municipal (MSAG)	4	0,3%
Origem: Federal e Estadual (FESAG)	230	19,4%
Origem: Estadual e Municipal (EMSAG)	5	0,4%
Origem: Federal, Estadual e Municipal (FEMSAG)	13	1,1%
Montante de SAG (MSAG)	Observações	Percentual
Não informaram o montante recebido	1.480	56,3%
Informaram o montante recebido	1.149	43,7%

Painel C – Distribuição da amostra por setor

Setor	Observações	Percentual
Alimentos e bebidas	165	6,3%
Comércio	110	4,2%
Construção e exploração de imóveis	334	12,7%
Educação e lazer	118	4,5%
Utilidade pública	398	15,1%
Financeiro e seguros	356	13,5%
Máquinas e equipamentos	234	8,9%
Período e químicos	184	7,0%
Saúde e medicamentos	113	4,3%
Siderurgia e metalurgia	186	7,1%
Telecomunicações	76	2,9%
Transporte	136	5,2%
Vestuário e acessórios	219	8,3%

Painel D – Distribuição da amostra por ano

Ano	Observações	Percentual
2010	211	8,0%
2011	216	8,2%
2012	220	8,4%
2013	221	8,4%
2014	225	8,6%
2015	222	8,4%
2016	234	8,9%
2017	241	9,2%
2018	247	9,4%
2019	265	10,1%
2020	327	12,4%

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

Constata-se que 45,2% das observações (1.187) indicam recebimento de SAG. Todavia, 56,3% dessas não informaram o valor recebido (1.480) em suas respectivas Notas Explicativas. É perceptível que parte representativa dos recursos destinados às empresas são decorrentes de recursos federais exclusivamente (61,5% das observações) e cumulativamente com recursos estaduais (230 observações), totalizando mais de 80% da amostra.

3.2 Variáveis e coleta de dados

As informações referentes às Subvenções e Assistências Governamentais (SAG) foram coletadas manualmente nas Notas Explicativas, nas quais são reportadas todas as informações integrantes às Demonstrações Financeiras das companhias. A busca, então, foi realizada em 2.629 Notas Explicativas distribuídas no período entre 2010 e 2020, com início em 08/11/2021 e término em 19/06/2022. Foram seguidas etapas sistemáticas para minimizar a margem de erro na coleta dos dados sobre as SAG.

Em primeiro lugar, atestou-se a existência de menção ou informe do recebimento das SAG pela empresa. Em caso positivo, atribuiu-se 1 (um); do contrário, 0 (zero). Portanto, a primeira variável do estudo é uma *dummy*, denominada *RSAG*. Para sua identificação, foram buscados termos-chave, que incluíram “subsídios”, “benefícios”, “subvenções”, “assistências”, “incentivos fiscais”, “doações”, “prêmios”, “CPC 07”, e outros. Algumas dessas terminologias foram destacadas em pesquisas no mercado brasileiro (Loureiro *et al.*, 2011; Saac & Rezende, 2019; Souza *et al.*, 2018).

Posteriormente, nas empresas que informaram ter recebido SAG ($RSAG = 1$), explorou-se a origem dos recursos pela esfera pública. Foi identificado que os recursos recebidos pelas empresas têm origem, isolada e cumulativamente, do governo federal, estadual e municipal. Nesse sentido, esta variável tem também atributo de *dummy*, ao passo que se conferiu 1 (um) à origem da SAG recebida pela empresa (F, E, M, FE, EM e FEM) e, em casos opostos 0 (zero).

Em segundo lugar, recorreu-se à leitura estruturada dos documentos para examinar o conteúdo e o teor das informações de *SAG* apresentadas pelas empresas. Convém destacar que essas informações, embora previstas no CPC 07 (R1) (2010), não seguem padrão de divulgação pelas firmas e, por conseguinte, exigem esforço considerável para a sua obtenção. A análise de conteúdo permitiu identificar os tipos de subsídios recebidos pelas empresas e seus respectivos montantes financeiros. Parte representativa desse rol de subsídios foi identificado na tese de livre-docência de Rezende (2005).

Considerando o propósito desta pesquisa, coletou-se apenas as informações monetárias, que – dispostas em diferentes unidades de medidas (bilhões, milhões, milhares e unidades) – foram convertidas para milhões. A coleta do montante da *SAG*, em razão da sua natureza, foi realizada por, pelo menos, dois pesquisadores e verificado por um terceiro. Assim, a variável de interesse, *MSAG*, é representada pelos valores monetários reconhecidos pelas empresas nas suas respectivas Notas Explicativas.

As demais variáveis do estudo, atreladas ao modelo de *value-relevance*, – valor de mercado (*VM*), patrimônio líquido (*PL*) e lucro líquido (*LL*) – foram coletadas na base de dados da Economática®. Além disso, coletou-se também o volume médio anual de negociação das ações das empresas, dado que esse procedimento serviu apenas para selecionar a ação com maior liquidez. Por fim, obteve-se junto ao Economática® informações sobre setor e a atividade de cada empresa.

3.3 Modelos econométricos

Ao estudo da suposta *value-relevance* das *SAG*, considerou-se o modelo de avaliação de Collins *et al.* (1997), derivado do modelo *residual income valuation* (RIV) de Ohlson (1995). O modelo CMW considera o valor da empresa função dos agregados contábeis patrimônio líquido e lucro líquido, em vez dos lucros residuais, conforme Equação 1.

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde: VM_{it} : valor de mercado da empresa i quatro meses após o fim do ano t ; PL_{it} : patrimônio líquido empresa i no ano t ; LL_{it} : lucro líquido da empresa i no ano t ; δ_t : efeitos fixos de tempo; γ_i : efeitos fixos do setor; ε_{it} : termo de erro da regressão, assumindo a normalidade dos resíduos, ou seja, $\sim N(0, \sigma^2)$.

A relevância informacional dos números contábeis é medida a partir do coeficiente de determinação do modelo, R^2 e pelo efeito marginal dos coeficientes das variáveis predictoras: PL_{it} e LL_{it} . Espera-se que os coeficientes β_1 e β_2 sejam positivos e significativos, conforme Ohlson (1995), indicando que os números contábeis possuem valor informativo no mercado.

A Equação 2 permite testar a conjectura de que a informação acerca do recebimento das *SAG* explique o valor das firmas, indicando que tal informação possui conteúdo relevante para o mercado na avaliação. À Equação 1 inclui-se a variável de interesse na condição de “outras informações”, como preconizado na teoria de Ohlson (1995). A Equação 2 permite verificar a hipótese da pesquisa (H_1).

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 RSAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: $RSAG_{it}$: recebimento da *SAG* pela empresa i no ano t . As demais variáveis foram definidas anteriormente na Equação 1. Dessa forma, para verificar se houve alteração de conteúdo informacional ao incluir a $RSAG_{it}$, comparou-se o R^2 das regressões dos modelos das Equações 1 e 2, além da significância econômica e estatística do coeficiente β_3 .

Adicionalmente, esta pesquisa explora a *value-relevance* da origem e da magnitude das *SAG* nas empresas brasileiras. Conjectura-se que a origem dos recursos pode também ser *value-relevant* e se mostrar distinto a partir dos entes governamentais. No Brasil, as *SAG* têm origens distintas – federal, estadual e municipal – e esses subsídios visam estimular o aumento de fontes alternativas de energia elétrica (Lei nº 10.438/2002), impulsionar o avanço da inovação tecnológica (Lei nº 10.973/2004), incentivar o desenvolvimento regional (e.g. Fundo de Desenvolvimento do Nordeste – FNDE, Lei nº 12.712/2012) e desenvolver projetos de caráter social, que incluem incentivos à educação (Lei nº 11.096/2005), à cultura (Lei nº 8.313/1991) e à juventude (Lei nº 8.069/1990).

Evidências empíricas revelam que as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) receberam, majoritariamente, *SAG* da esfera federal, seguida pelas esferas estaduais e municipais (Gonçalves, Nascimento & Wilbert, 2016; Loureiro *et al.*, 2011; Rezende *et al.*, 2018; Saac & Rezende, 2019; Souza *et al.*, 2018). Ainda que essas pesquisas não tenham revelado a distribuição dos recursos por esfera governamental, objetiva-se, aqui, explorar se há distinção da *value-relevance* a partir da origem das *SAG*.

Para tanto, a variável $RSAG_{it}$ foi segmentada a partir da origem, conforme destacado na Tabela 1 (Painel B). Considerando a distribuição da amostra, optou-se por estimar apenas os modelos que dispunham de quantitativo adequado para sua execução, a saber: federal ($FSAG_{it}$), estadual ($ESAG_{it}$) e federal e estadual ($FESAG_{it}$). O modelo econométrico está apresentado, de acordo com a Equação 3 (3a, 3b e 3c).

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 FSAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3a)$$

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 ESAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3b)$$

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 FESAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (3c)$$

Dessa forma, para verificar se a origem do recurso – federal, estadual ou ambas – é *value-relevant*, verifica-se o R^2 das regressões dos modelos derivados da Equação 3, bem como a significância econômica e estatística do coeficiente β_3 . Reitera-se que todas as variáveis já foram definidas anteriormente. Espera-se, destarte, que os coeficientes β_3 sejam positivos e estatisticamente significativo e que o recebimento cumulativo de recursos de fontes distintas seja mais representativo ($FESAG_{it} > FSAG_{it}$ e $ESAG_{it}$).

Finalmente, para testar se a magnitude das *SAG* na estrutura patrimonial da firma é *value-relevant* na percepção dos investidores, o modelo econométrico foi estimado incluindo o valor monetário das SAG_{it} entre os regressores, feito ainda o ajuste da variável representativa do PL_{it} pela exclusão dos efeitos da variável de interesse, as SAG_{it} , assumindo a seguinte expressão (Equação 4):

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PL_{it} - MSAG_{it}) + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 MSAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde: $(PL_{it} - MSAG_{it})$: diferença entre o montante do patrimônio líquido e o montante da subvenção e assistência governamental da empresa i no ano t . As demais medidas foram explanadas anteriormente. Espera-se que a variável de interesse $MSAG_{it}$ tenha sinal positivo, além de esperar sinais positivos de β_1 e β_2 – parâmetros representativos das variáveis PL_{it} ajustada pela dedução da $MSAG_{it}$ e o LL_{it} .

As relações entre as variáveis foram estimadas usando o modelo de mínimos quadrados ordinários (do inglês, *ordinary least squares* – OLS), com controle de efeitos fixos a ano e setor, à medida que permite controlar os eventos temporais e os atributos intrínsecos das companhias. Os modelos são estimados com erros robustos para heterocedasticidade. Para elevar a robustez

dos achados e tratar potenciais problemas relacionados aos *outliers*, aplicou-se o tratamento de “winsorização” às variáveis contínuas em 1% e 99%, aplicado apenas à Equação 4. Por fim, com a mesma finalidade e seguindo a recomendação proposta por Duarte, Girão e Paulo (2017), estimou-se a Equação 4 por meio da regressão quantílica (do inglês, *quantile regression* – QR).

Além disso, esta pesquisa realiza teste de robustez, adotando o modelo de Ohlson (1995) – denominado de *residual income valuation* (RIV) – que é um modelo linear no qual o valor de mercado da empresa mostra-se como função do seu patrimônio líquido, dos lucros anormais e de “outras informações”, largamente aplicado no mercado acionário internacional e brasileiro (Coelho *et al.*, 2011; Lee *et al.*, 2014; Lopes *et al.*, 2007; Madeira & Costa Júnior, 2015; Santos & Coelho, 2018). O modelo está expresso na Equação 5.

$$P_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t + \alpha_2 x_t^a + \alpha_3 v_t^a + \varepsilon_t \quad (5)$$

Onde: P_t é o valor da firma; y_t é o patrimônio líquido; x_t^a são os lucros anormais; v_t^a corresponde às outras informações, que, neste estudo, é a variável de interesse (*SAG*); α_0 é o intercepto; α_1 , α_2 e α_3 são os coeficientes angulares; e ε_t é o termo de erro. Aqui, espera-se que todos os coeficientes sejam positivos e significativos. Conforme exposto no modelo de Ohlson (1995), os lucros anormais (x_t^a) são estimados, de acordo com a Equação 6.

$$x_t^a = LL_t - PL_{t-1} * i_t \quad (6)$$

Em que: i_t é a *proxy* para a taxa livre de risco do período. Dito de outra forma, é a remuneração básica do esforço da empresa em atingir o mercado em termos de retorno. Para estimação dos lucros anormais, foi usada a taxa livre de risco do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (*Selic*), sugerida por Lopes *et al.* (2007) e aplicado por Madeira e Costa Júnior (2015) e Santos e Coelho (2018). A taxa *Selic* foi obtida no site do Banco Central do Brasil (*BCB*), no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (*SGS*), código 11.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

4.1 Value-relevance das SAG

Inicialmente, apresenta-se a estatística descritiva das variáveis contínuas analisadas e os resultados do teste Jonckheere–Terpstra para examinar a tendência das variáveis incluídas no modelo de *value-relevance* e das *SAG* ao longo do período de análise.

Tabela 2 – Estatística descritiva e teste de tendência das variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	VM	PL	LL	(PL – MSAG)	MSAG
Observações	2.629	2.629	2.629	1.149	1.149
Média	9.956,05	5.280,31	543,93	6.387,28	64,30
Mediana	1.561,08	1.040,25	61,18	1.361,65	16,57
Desvio-padrão	31.961,38	17.937,17	2.764,05	17.885,48	166,59
Máximo	559.359,93	308.410,00	40.137,00	184.600,98	2.112,00
Mínimo	1,62	-14.407,19	-44.212,19	-5.744,03	0,00
Teste J-T	4,29 ^a	1,85 ^b	0,20 ^c	1,20 ^c	4,00 ^a

Notas: VM: valor de mercado; PL: patrimônio líquido; LL: lucro líquido; SAG: montante das subvenções e assistências governamental. (a) nível de significância de 1%, (b) nível de significância de 10%; (c) sem nível de significância. O teste de Jonckheere–Terpstra foi realizado para verificar a tendência de média das variáveis do estudo a partir do ano. Valores expressos em milhões. Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Percebe-se, a partir da Tabela 2, que o lucro reportado pelas empresas é a medida com maior dispersão no modelo de *value-relevance*, com um coeficiente de variação de 508%. Há elevada volatilidade nos valores das *SAG*, sendo o coeficiente de variação de 259%. O Banco Mercantil S.A. (*BMIN4*) teve o menor valor de *SAG*, R\$ 1.000,00 (2017), referente ao incentivo

fiscal de patrocínio cultural e artístico. A Vale S.A. (VALE3) registrou o maior valor, de R\$ 2.112.000.000,00 (2018), valor alusivo aos incentivos fiscais oriundos da Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (SADAM).

Ademais, considerando a análise de tendência, os resultados mostram que, além do valor de mercado (VM) e do patrimônio líquido (PL) das empresas, as subvenções e assistências governamentais (SAG) têm comportamento de crescimento ao longo do período entre 2010 e 2020. Para a variável de interesse, SAG , o crescimento anual composto foi de 5,17%. Enquanto isso, no mesmo período, esse percentual no lucro líquido das empresas foi de -0,08%.

A Tabela 3 mostra os resultados das estimações baseadas no modelo de *value-relevance* proposto por Collins *et al.* (1997), incluindo, gradualmente, as informações sobre o recebimento de SAG ($RSAG_{it}$) e a origem dos recursos por ente governamental ($FSAG_{it}$, $ESAG_{it}$, $FESAG_{it}$).

Tabela 3 – Relevância da informação contábil: recebimento e origem das SAG

Variáveis	Expectativa	Eq. 1	Eq. 2	Eq. 3a	Eq. 3b	Eq. 3c
(β_0) Constante	?	1,07*** (3,44)	9,89*** (3,36)	2,10*** (3,17)	1,99*** (3,26)	1,79*** (3,31)
(β_1) PL_{it}	+	1,04*** (7,90)	1,03*** (7,91)	1,26*** (7,57)	1,25*** (7,55)	1,26*** (7,59)
(β_2) LL_{it}	+	3,79*** (4,17)	3,80*** (4,19)	4,10*** (3,39)	4,12*** (3,49)	4,08*** (3,39)
(β_3) $RSAG_{it}$	+		2,09*** (2,81)			
(β_3) $FSAG_{it}$	+			-3,09* (-1,96)		
(β_3) $ESAG_{it}$	+				-3,29*** (-3,36)	
(β_3) $FESAG_{it}$	+					5,71** (2,32)
Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Teste F		38,22***	38,60***	14,24***	14,50***	13,01***
R^2		0,725	0,726	0,717	0,716	0,718
VIF médio		2,00	1,98	2,02	1,99	2,01
Obs.		2.629	2.629	1.187	1.187	1.187

Notas: Os modelos foram estimados com erros-padrão robustos, mostrando os coeficientes e as estatísticas- t (entre parênteses). Para cada empresa i no ano t , a variável dependente é o valor de mercado (VM_{it}); PL_{it} é o patrimônio líquido; LL_{it} é o lucro líquido; $RSAG_{it}$ é a *dummy* para o recebimento de SAG ; $FSAG_{it}$, $ESAG_{it}$ e $FESAG_{it}$ é a variável *dummy* para o recebimento de SAG de origem federal, estadual e federal e estadual, respectivamente. VIF (médio) é o fator de inflação da variância para multicolinearidade (do inglês, *variance inflation factor*). ***, ** e * representam níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente. **Fonte:** Dados da pesquisa (2022).

De acordo com a Equação 1, os resultados do estudo confirmam a proposição do modelo de relevância, ao evidenciar que o patrimônio ($\beta_1 = 1,04, p < 0,01$) e o lucro líquido ($\beta_2 = 3,79, p < 0,01$) exercem efeito sobre o valor de mercado das empresas. Além disso, observa-se que o lucro tem conteúdo informacional maior que o patrimônio ($\beta_1 < \beta_2$). Essa evidência contraria os resultados de Collins *et al.* (1997), que verificaram que o patrimônio líquido tinha conteúdo informacional superior ao do lucro. As pesquisas de Madeira e Costa Júnior (2015) e Santos e Coelho (2018), situadas no contexto econômico brasileiro, apontaram resultados similares ao desta pesquisa, indicando que o lucro contábil é mais informativo que o patrimônio líquido. A disposição dos resultados convergem com a expectativa de Ohlson (1995), dado que

por meio do lucro pode ser possível maior assertividade em relação ao fluxo futuro de benefícios como fluxos de caixa ou redução de custos. Por sua vez, em economias sabidamente em evolução dos seus mercados, os investidores podem atribuir menos relevância ao lucro, graças ao potencial risco de intervenções (política, crises econômicas e instabilidade, concentração acionária estão entre alguns aspectos que podem ser ponderados).

Posteriormente, na Equação 2, a $RSAG_{it}$ expôs coeficiente estatisticamente diferente de 0 (zero), o que aponta para a existência de relevância informacional dos subsídios recebidas pelas empresas. Portanto, não se pode rejeitar a hipótese da pesquisa (H_1), de que as SAG são *value-relevant* na percepção dos investidores no processo de avaliação das empresas. Esse resultado corrobora o estudo de Lee *et al.* (2014). A introdução da variável $RSAG_{it}$ elevou o coeficiente de determinação, e as SAG possuem efeito superior sobre o valor que o patrimônio líquido e menor que o lucro ($LL_{it} > RSAG_{it} > PL_{it}$). Isso indica que as SAG teriam maior efeito de surpresa entre os investidores comparativamente ao valor da riqueza líquida das firmas. Por sua vez, vê-se que o lucro é um agregado contábil essencial na percepção do mercado, talvez por traduzir melhor a capacidade de geração de fluxos futuros de caixa.

Com relação à análise complementar, os resultados expressam que as SAG de origem federal ($FSAG_{it}$) ($\beta_3 = -3,09, p < 0,10$) e estadual ($ESAG_{it}$) ($\beta_3 = -3,29, p < 0,01$) são relevantes, porém parecem reduzir o valor da firma, algo observado através do coeficiente de determinação das Equações 3a e 3b, que, em relação à Equação 1. Apesar disso, os resultados apontam que a firma subsidiada por recursos federais e estaduais cumulativamente ($FESAG_{it}$) sinaliza ao mercado maiores vantagens de competição ou econômicas/políticas, traduzindo-se isso no efeito da variável sobre o valor ($\beta_3 = 5,71, p < 0,01$). O mercado parece considerar *value-relevant* a gestão ativa na obtenção de recursos públicos por diferentes fontes. As $FSAG_{it}$ têm coeficiente superior ao do lucro nesse modelo.

A Tabela 4 apresenta, desta feita, como extensão das análises, o efeito da magnitude das SAG (impacto financeiro) no valor de mercado das empresas brasileiras.

Tabela 4 – Relevância da informação contábil: montante da SAG recebida

PAINEL A – Modelos estimados por OLS com erros robustos						
Eq. 1: $VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 LL_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it}$						
Eq. 4: $VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PL - MSAG)_{it} + \beta_2 LL_{it} + \beta_3 MSAG_{it} + \delta_t + \gamma_i + \varepsilon_{it}$						
Variáveis	Exp.	Eq. 1 (s/ winsor.)	Eq. 1 (c/ winsor.)	Eq. 4 (s/ winsor.)	Eq. 4 (c/ winsor.)	
(β_0) Constante	?	1,93*** (3,22)	1,02*** (3,82)	1,06** (2,56)	5,49** (2,18)	
(β_1) PL_{it}	+	1,24*** (7,44)	0,85*** (4,50)			
(β_1) $PL_{it} - MSAG_{it}$	+			1,01*** (7,35)	0,74*** (4,49)	
(β_2) LL_{it}	+	4,15*** (3,39)	8,31*** (5,56)	2,84*** (2,96)	7,76*** (5,14)	
(β_3) $MSAG_{it}$	+			65,21*** (3,65)	43,91*** (3,14)	
Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	
Setor		Sim	Sim	Sim	Sim	
Teste F		19,04***	36,32***	21,13***	34,42***	
VIF médio		2,00	2,09	2,07	2,13	
R^2		0,721	0,810	0,762	0,813	
Obs.		1.149	1.149	1.149	1.149	
PAINEL B – Modelos estimados por regressão quantílica						
Variáveis	Exp.	Eq. 4 (q10)	Eq. 4 (q25)	Eq. 4 (q50)	Eq. 4 (q75)	Eq. 4 (q90)
(β_0) Constante	?	-1,41** (-0,58)	-1,28** (-1,09)	5,39 (0,27)	3,27 (0,43)	2,23*** (2,92)

(β_1) $(PL_{it} - MSAG_{it})$	+	0,46*** (28,31)	0,71*** (90,58)	0,89*** (68,85)	1,41*** (27,95)	1,82*** (36,03)
(β_2) LL_{it}	+	3,17*** (31,69)	2,96*** (61,41)	3,61*** (44,97)	3,88* (12,42)	3,89** (12,42)
(β_3) $MSAG_{it}$	+	4,26*** (2,40)	9,64*** (11,28)	13,90*** (9,78)	39,29 (7,89)	122,05*** (22,01)
Ano		Não	Não	Não	Não	Não
Setor		Não	Não	Não	Não	Não
Pseudo R^2		0,286	0,409	0,501	0,574	0,695
Obs.		1.149	1.149	1.149	1.149	1.149

Notas: As Eq. 1 e Eq. 4 (sem winsorização) foram estimados com erros-padrão robustos, mostrando os coeficientes e as estatísticas-t (entre parênteses). A Eq. 4 (com winsorização) foi estimada sob os mesmos pressupostos, contudo com dados winsorizados com aplicação no 1% em cada cauda. Para cada empresa i no ano t , a variável dependente é o valor de mercado (VM_{it}); PL_{it} é o patrimônio líquido; $(PL_{it} - MSAG_{it})$ é o patrimônio líquido menos a SAG; LL_{it} é o lucro líquido; $MSAG_{it}$ é o montante de SAG recebida; VIF (médio) é o fator de inflação da variância para multicolinearidade (do inglês, *variance inflation factor*). ***, ** e * representam níveis de significância de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. No Painel B, os modelos foram estimados através da regressão quantílica nos percentis 0,10, 0,25, 0,50, 0,75 e 0,90. **Fonte:** Dados da pesquisa (2022).

A partir da Equação 4, verifica-se que a magnitude das SAG ($MSAG_{it}$) é *value-relevant*, inclusive ao se controlar os efeitos de *outliers* através da winsorização dos dados (com ajuste de 1% nas duas caudas da distribuição) e na regressão quantílica. Em todas as estimações, a $MSAG_{it}$ demonstra conteúdo informacional incremental. Os valores, significantes ao nível de 1%, indicam que o mercado considera não apenas o recebimento das SAG, mas a materialidade dos incentivos, talvez como medida de quantificar as vantagens econômicas prospectadas. A variação no R^2 é de 4,1% e 5,1% (des)considerando winsorização, respectivamente.

Procedeu-se com o teste *Wald* de equivalência para o coeficiente SAG_{it} na regressão quantílica, para verificar se os coeficientes da variável de interesse são iguais. O resultado do teste mostra que, de fato, os efeitos são distintos entre os quantis (*Teste F* = 16,91 ; $p < 0,01$). Sendo assim, o efeito da SAG_{it} sobre o VM_{it} das empresas é crescente, ou seja, magnitude do conteúdo informacional não é uniforme nos quantis. Os resultados indicam que o montante de incentivos recebidos do governo aumenta o efeito sobre o valor de mercado. Esse achado é consistente com a literatura, pois o recebimento dos subsídios implica em impacto econômico direto nos fluxos de caixa das empresas beneficiadas (Lee *et al.*, 2014; Santos, 2012).

4.2 Testes de robustez – Residual Income Valuation (RIV)

Esta pesquisa se propôs a verificar se os resultados encontrados utilizando o modelo de Collins *et al.* (1997) são consistentes com aqueles gerados pelo modelo de Ohlson (1995). Os resultados das estimações estão apresentados na Tabela 5. Convém destacar que, em razão do cálculo do lucro anormal, algumas observações foram perdidas.

Tabela 5 – Relevância da informação contábil: recebimento e origem das SAG

Variáveis	Exp.	Eq. 5a	Eq. 5b	Eq. 5c	Eq. 5d	Eq. 5e	Eq. 5f
(α_0) Constante	?	1,68*** (3,44)	1,53*** (3,29)	2,44*** (3,06)	2,37*** (3,12)	2,08*** (3,16)	1,36*** (2,66)
(α_1) $(PL_{it} - MSAG_{it})$	+						1,10*** (10,08)
(α_1) PL_{it}	+	1,10*** (11,75)	1,11*** (11,79)	1,34*** (14,72)	1,34*** (14,92)	1,35*** (14,76)	
(α_2) LA_{it}	+	6,33***	6,36***	7,18***	7,17***	7,15***	5,54***

		(6,29)	(6,39)	(4,95)	(4,94)	(4,96)	(3,66)
$(\alpha_3) RSAG_{it}$	+		3,01*** (3,18)				
$(\alpha_3) FSAG_{it}$	+			-3,54* (-1,90)			
$(\alpha_3) ESAG_{it}$	+				-4,07*** (-3,01)		
$(\alpha_3) FESAG_{it}$	+					6,67** (2,25)	
$(\alpha_3) MSAG_{it}$	+						55,95*** (2,90)
<i>Ano</i>		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Setor</i>		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Teste F</i>		38,84***	38,71***	18,94***	18,48***	17,75***	23,62***
<i>R²</i>		0,750	0,751	0,750	0,750	0,752	0,784
<i>VIF médio</i>		1,98	1,95	1,98	1,95	1,97	2,04
<i>Obs.</i>		1.812	1.812	961	961	961	925

Notas: As equações foram estimadas com erros-padrão robustos, mostrando os coeficientes e as estatísticas-*t* (entre parênteses). Para cada empresa *i* no ano *t*, a variável dependente é o valor de mercado (VM_{it}); PL_{it} é o patrimônio líquido; $(PL_{it} - MSAG_{it})$ é o patrimônio líquido menos a *SAG*; LA_{it} é o lucro anormal; $RSAG_{it}$ é o recebimento de *SAG*; $FSAG_{it}$ é a *SAG* de origem federal; $ESAG_{it}$ é a *SAG* de origem estadual; $FESAG_{it}$ é a *SAG* de origem estadual e federal; $MSAG_{it}$ é o montante de *SAG* recebida; *VIF* (médio) é o fator de inflação da variância para multicolinearidade (do inglês, *variance inflation factor*). ***, ** e * representam níveis de significância de 1%, 5% e 10%, nessa ordem. **Fonte:** Dados da pesquisa (2022).

As estimações feitas via modelagem original de Ohlson (1995) corroboram os achados expostos a partir do modelo adaptado proposto por Collins *et al.* (1997). As *SAG*, examinadas quanto ao recebimento ($RSAG_{it}$), origem ($FSAG_{it}$, $ESAG_{it}$ e $FESAG_{it}$) e magnitude ($MSAG_{it}$) afetam o preço das firmas, denotando existência de conteúdo informacional marginal relevante capaz de modificar expectativas econômicas dos investidores no mercado de capitais do Brasil. Os resultados atestam a contribuição das informações sobre *SAG* no processo de precificação dos títulos de valores mobiliários das empresas brasileiras.

4.3 Discussão dos resultados

As descobertas desta pesquisa reforçam que as *SAG* são acolhidas pelos investidores no processo de avaliação das empresas, corroborando, de modo inclusivo, que essas informações são utilizadas por usuários mais sofisticados – como, por exemplo, os analistas de mercado – na previsão de lucro, na determinação do preço-alvo e na recomendação de ações (Lee *et al.*, 2014). *A priori*, o recebimento de *SAG* pode sinalizar vantagens implícitas, que figuram àquelas relacionadas às conexões políticas.

Nesse sentido, evidências empíricas mostram que as empresas brasileiras politicamente conectadas têm maior probabilidade de receber *SAG* (Einsweiller *et al.*, 2020). Esse contexto incute que as firmas subsidiadas – por compreender o processo de políticas públicas, que abarca as *SAG* – podem obter acesso direto a estadistas, possuindo o potencial para celebrar decisões junto a governantes que as favoreçam (Hillman, 2005). Essa percepção dos benefícios pode ser ainda maior no Brasil, um mercado emergente e com maiores níveis de corrupção (Boubakri, *et al.*, 2012; Faccio, 2006).

Portanto, as *SAG* sinalizam ao mercado que as empresas subvencionadas contam com o apoio e a proteção do agente governamental (Lee *et al.*, 2014). Como os resultados sugerem aqui, parece não haver o “fardo pesado” da reputação do contexto político sobre a empresa (Yang *et al.*, 2022), bem como não incorre a sinalização de perda de competência no mercado a longo prazo (Liu *et al.*, 2019), dado que os achados ilustram o efeito positivo da *SAG* sobre o valor das empresas entre 2010 e 2020. Se há percepção sobre esse “dano”, o caráter individual

das *SAG* pode favorecer a empresa distintamente das demais e de outros concorrentes, sendo essa uma justificativa do efeito positivo sobre o valor.

A literatura manifesta que as *SAG* contribuem diretamente no desempenho financeiro, na criação de valor e na geração de caixa (Almeida & Pereira, 2019; Lee *et al.*, 2014; Rezende *et al.*, 2018). A princípio, o efeito das *SAG* sobre os fluxos de caixa da firma pode parecer lógico, todavia, se não alocados corretamente, esses recursos não serão capazes de gerar riqueza para a companhia (Einsweiller *et al.*, 2020). Desse modo, a *value-relevance* da *SAG*, encontrada neste estudo, pode indicar que os administradores estão gerindo adequadamente esses recursos. Ou que o mercado precifica a suposta eficiência dos gestores em relação aos incentivos.

Em contrapartida, pode-se verificar que a origem das *SAG* denota diferentes percepções dos investidores na geração de caixa futuro, atribuindo utilidade informacional ao recebimento, em conjunto, de recursos dos governos federal e estadual. Esse resultado pode transparecer para o mercado de capitais brasileiro que a gestão da empresa está direcionada para a obtenção de todas as oportunidades disponíveis.

Por fim, os resultados aqui apresentados reforçam que as alterações na contabilidade – de que as *SAG* devem ser reconhecidas como receitas no período em que ocorrem desde que atendidas todas as obrigações exigidas para que o benefício seja usufruído – podem ter gerado ganhos de transparência das informações, assim como a dimensão dos impactos das *SAG* nos resultados das empresas, conforme estabeleceram Santos (2002) e Santos *et al.* (2022).

5 CONCLUSÃO

Este estudo atingiu o seu objetivo, que consistiu em examinar a relevância informacional atribuída às *SAG* nas empresas brasileiras listadas na B3 S.A. entre 2010 e 2020, utilizando-se técnicas de regressão *OLS* e quantílica. Os resultados suportam a hipótese apresentada: as *SAG* são relevantes na percepção dos investidores no processo de avaliação das empresas no Brasil. As motivações para investigar a relevância das *SAG* têm origem no conjunto de vantagens que esses subsídios podem proporcionar para as companhias, indiretamente através da proteção do governo, ou diretamente por meio dos efeitos nos fluxos futuros de caixa.

Os resultados da pesquisa são favoráveis à proposição de que as *SAG* assumem o papel de “outras informações” que possuem conteúdo informacional relevante no processo de atribuir valor às empresas dentro no mercado de capitais brasileiro. Adicionalmente, trouxemos dados que indicam que a origem das *SAG* também é relevante, todavia consolida percepções distintas sobre o valor das companhias. Propôs-se, ao fim, avaliar como a magnitude das *SAG* associava-se ao preço e o que se apresenta é a evidência de que, além do recebimento (existência) e origem das *SAG*, o montante recebido causa diferenças em termos de avaliação.

Concluiu-se que as *SAG* constituem informação relevante para o processo de decisão de investimento entre investidores no mercado brasileiro. Os resultados alinham-se às evidências de Lee *et al.* (2014), que investigaram a relevância de subsídios em firmas na China a partir do modelo de Ohlson (1999). Aqui, os achados são robustos e orientam pela relevância das *SAG*, mesmo em diferentes abordagens econométricas – análise de regressão *OLS* com erros robustos e regressão quantílica – e diferentes modelos Collins *et al.* (1997) e Ohlson (1995).

A pesquisa contribui para a literatura ao investigar como as *SAG* – extensão da política fiscal do governo – e o valor da firma podem estar relacionados no mercado acionário brasileiro. Esta pesquisa oferece subsídios para questionar o processo de atribuição de valor na tomada de decisões com base nas *SAG* e sua gestão nas organizações. Logo, os resultados ora apresentados auxiliam gestores, investidores e órgãos reguladores a observar a pertinência da contabilização e divulgação das *SAG*, considerada determinante para maximizar o valor da firma.

Como limitação, devemos esclarecer que não se investiga a relevância informacional de políticas públicas específicas das *SAG*, como estímulos à inovação tecnológica, o incentivo à

produção de energias limpas e o desenvolvimento regional. Cada política está direcionada a um fim específico e possui critérios específicos para sua adoção. Estudos futuros podem avaliar se os diferentes tipos de SAG são *value-relevant*. Para exemplificar, investigar se os incentivos à inovação tecnológica, impetrados a partir da Lei nº 10.973/2004, têm efeitos sobre os lucros anormais e se esta informação é percebida pelo mercado como relevante. Além disso, pesquisas futuras podem explorar o efeito moderador das conexões políticas das SAG no valor das firmas.

REFERÊNCIAS

- Adhikari, A., Derashid, C., & Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 574–595. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.07.001>
- Almeida, D. M., & Pereira, I. M. (2019). Representatividade dos incentivos fiscais da Lei de Informática no resultado econômico de indústrias catarinenses. *Revista Ambiente Contábil*, 11(2), 152–174. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2019v11n2id15789>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Batta, G., Heredia, R. S., & Weidenmier, M. (2014). Political connections and accounting quality under high expropriation risk. *European Accounting Review*, 23(4), 485–517. <https://doi.org/10.1080/09638180.2014.906316>
- Beaver, W. H. (2002). Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review*, 77(2), 453-474.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92. <https://doi.org/10.2307/2490071>
- Benetti, K., Benetti, K., Braun, M., Oro, I. M., & Utzig, M. J. S. (2014). Evidenciação de subvenção e assistência governamentais das empresas na BM&FBOVESPA. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 2(1), 75–90. <https://doi.org/10.18405/RECFIN20140105>
- Blau, B. M., Brough, T. J., & Thomas, D. W. (2013). Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3007–3017. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.005>
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012). The impact of political connections on firms' operating performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 35(3), 397–423. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2012.01322.x>
- Carlos Filho, F. A., & Wickboldt, L. A. (2019). Criação de valor: Um estudo com foco na concessão de subvenção governamental. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(2), 141–153. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i2.41720>
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.07.003>
- Chen, X., Lee, C. W. J., & Li, J. (2008). Government assisted earnings management in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(3), 262-274. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2008.02.005>
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>



- Claro, S. (2006). Supporting inefficient firms with capital subsidies: China and Germany in the 1990s. *Journal of Comparative Economics*, 34(2), 377–401. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2005.12.001>
- Coelho, A. C., Aguiar, A. B., & Lopes, A. B. (2011). Relationship between abnormal earnings persistence, industry structure, and market share in Brazilian public firms. *BAR - Brazilian Administration Review*, 8(1), 48–67. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922011000100005>
- Coelho, A. C. D., & Aguiar, A. B. de. (2008). Relacionamento entre persistência do lucro residual e participação de mercado em firmas brasileiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 3–18. <https://doi.org/10.11606/rco.v2i3.34710>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earning and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Correia, M. M. (2014). Political connections and SEC enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2–3), 241–262. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.04.004>
- De Mel, S., McKenzie, D., & Woodruff, C. (2010). Wage subsidies for micro enterprises. *American Economic Review*, 100(2), 614–618. <https://doi.org/10.1257/aer.100.2.614>
- Desai, M. A., & Hines Jr., J. R. (2008). Market reactions to export subsidies. *Journal of International Economics*, 74(2), 459–474. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.04.006>
- Duarte, F. C. de L., Girão, L. F. de A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando modelos lineares de value relevance: Eles captam o que deveriam captar? *Revista de Administração Contemporânea*, 21(6), 110–134. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>
- Dvoutely, O., Srhoj, S., & Pantea, S. (2021). Public SME grants and firm performance in European Union: A systematic review of empirical evidence. *Small Business Economics*, 57(1), 243–263. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00306-x>
- Einsweiller, A. C., Bau Dal Magro, C., & Mazzioni, S. (2020). Diferentes efeitos dos vínculos políticos e de benefícios fiscais na geração de valor adicionado. *Contabilidade Vista & Revista*, 31(3), 97–121. <https://doi.org/10.22561/cvr.v31i2.5633>
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386. <https://doi.org/10.1257/000282806776157704>
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319–352. <https://doi.org/10.2307/2491412>
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Political connections and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1–32.
- Gonçalves, R. de S., Nascimento, G. G. do, & Wilbert, M. D. (2016). Os efeitos da subvenção governamental frente à elisão fiscal e a geração de riqueza. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 15(45), 34–48. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v15n45p34-48 OS>
- Görg, H., & Strobl, E. (2007). The effect of R&D subsidies on private R&D. *Economica*, 74(294), 215–234. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2006.00547.x>
- Guia, L. D., & Dantas, J. A. (2020). Value relevance dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 33–49. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201808060>
- Harris, R., & Trainor, M. (2005). Capital subsidies and their impact on Total Factor Productivity: Firm-level evidence from Northern Ireland. *Journal of Regional Science*, 45(1), 49–74. <https://doi.org/10.1111/j.0022-4146.2005.00364.x>
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464–481.



- <https://doi.org/10.1177/0149206304272187>
- Holthausen, R. W., & Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 3–75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Hong, J., Feng, B., Wu, Y., & Wang, L. (2016). Do government grants promote innovation efficiency in China's high-tech industries? *Technovation*, 57–58, 4–13. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2016.06.001>
- Hou, X., & Yang, R. (2021). Policy signaling and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 75, 101355. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101355>
- Hu, J., Jiang, H., & Holmes, M. (2019). Government subsidies and corporate investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 41(November), 100658. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100658>
- Lee, E., Walker, M., & Zeng, C. (2014). Do Chinese government subsidies affect firm value? *Accounting, Organizations and Society*, 39(3), 149–169. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.02.002>
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411–439. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.006>
- Li, W. (2002). Entrepreneurship and government subsidies: A general equilibrium analysis. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 26(11), 1815–1844. [https://doi.org/10.1016/S0165-1889\(01\)00011-2](https://doi.org/10.1016/S0165-1889(01)00011-2)
- Liu, D., Chen, T., Liu, X., & Yu, Y. (2019). Do more subsidies promote greater innovation? Evidence from the Chinese electronic manufacturing industry. *Economic Modelling*, 80, 441–452. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.11.027>
- Lo, K. (2010). Materiality and voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 49, 133–135. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.005>
- Lopes, A. B., Sant'Anna, D. P., & Costa, F. M. (2007). A relevância das informações contábeis na Bovespa a partir do arcabouço teórico de Ohlson: avaliação dos modelos de Residual Income Valuation e Abnormal Earnings Growth. *Revista de Administração*, 42(4), 497–510. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000400009>
- Loureiro, D. Q., Gallon, A. V., & De Luca, M. M. M. (2011). Subvenções e assistências governamentais (SAG): Evidenciação e rentabilidade das maiores empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 5(13), 34–54. <https://doi.org/10.11606/rco.v5i13.34803>
- Madeira, F. L., & Costa Júnior, J. V. (2015). Value relevance dos outros resultados abrangentes nas companhias abertas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(2), 204–217. <https://doi.org/10.14392/asaa.2015080204>
- Marostica, J., & Petri, S. M. (2017). Custo-benefício dos incentivos fiscais e indicadores de desempenho: Um estudo de caso na empresa GRENDENE S/A. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(3), 136. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v36i3.33869>
- Neary, J. P. (1994). Cost asymmetries in international subsidy games: Should governments help winners or losers?. *Journal of International Economics*, 37(3–4), 197–218. [https://doi.org/10.1016/0022-1996\(94\)90045-0](https://doi.org/10.1016/0022-1996(94)90045-0)
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661–687.
- Ohlson, J. A. (1999). On transitory earnings. *Review of Accounting Studies*, 4(3), 145–162. <https://doi.org/10.1023/A:1009653114699>



- Pacheco, J., Rover, S., & Vicente, E. F. R. (2018). Value relevance do nível de evidenciação do ativo intangível nas companhias de capital aberto brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(37), 178–199. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n37p178>
- Pronunciamento Técnico CPC 07 (2008). Subvenção e assistência governamental. 2008. Recuperado em 20 agosto, 2021, de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_07.pdf.
- Pronunciamento Técnico CPC 07 R1 (2010). Subvenção e assistência governamentais. 2010. Recuperado em 20 agosto, 2021, de <http://www.cpc.org.br/pronunciamentosIndex.php>.
- Pronunciamento Técnico CPC 00 R2 (2019). Estrutura conceitual para relatório financeiro. 2019. Recuperado em 20 agosto, 2021, de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_00.pdf.
- Rezende, A. J., Dalmácio, F. Z., & Rathke, A. A. T. (2018). Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas. *Revista Universo Contábil*, 14(4), 28–49. <https://doi.org/10.4270/ruc.2018426>
- Saac, D. M. P., & Rezende, A. J. (2019). Análise das características determinantes das empresas que usufruem de subvenções e assistências governamentais. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 116–136. <https://doi.org/10.4270/ruc.2019215>
- Santos, A.; Iudícibus, S.; Martins, E.; Gelbcke, E. R. (2022) *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC*. 4. ed. Barueri: Atlas.
- Santos, J. G. C., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 390–404. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806150>
- Santos, E. S. (2012). Análise dos impactos dos CPCs da primeira fase de transição para o IFRS no Brasil: Um exame dos ajustes aos resultados nas DFPs de 2008. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 23–43. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52655>
- Schwartz, G., & Clements, B. (1999). Government subsidies. *Journal of Economic Surveys*, 13(2), 119–148. <https://doi.org/10.1111/1467-6419.00079>
- Shinkle, G. A., & Suchard, J. A. (2019). Innovation in newly public firms: The influence of government grants, venture capital, and private equity. *Australian Journal of Management*, 44(2), 248–281. <https://doi.org/10.1177%2F0312896218802611>
- Souza, J. L., Parente, P. H. N., Farias, I. F., & Forte, H. C. (2018). Subvenção e assistência governamental em empresas brasileiras com fomento à inovação da FINEP. *Revista Catarinense Da Ciência Contábil*, 17(51), 108–122. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n51.2565>
- Tao, Q., Sun, Y., Zhu, Y., & Yang, X. (2017). Political connections and government subsidies: Evidence from financially distressed firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(8), 1854–1868. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1332592>
- Wenqi, D., Khurshid, A., Rauf, A., & Calin, A. C. (2022). Government subsidies' influence on corporate social responsibility of private firms in a competitive environment. *Journal of Innovation and Knowledge*, 7(2), 100189. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2022.100189>
- Yan, Z., & Li, Y. (2018). Signaling through government subsidy: Certification or endorsement. *Finance Research Letters*, 25, 90–95. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.10.007>
- Yang, Y., Wang, Y., & Chen, S. (2022). Do investors pay a premium for corporate government subsidy? Role of China's strategic emerging industries policy and political connections. *Research in International Business and Finance*, 60(101569). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101569>