

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - PCO  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA**

**RAFAEL SCUIZATO TELLES**

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DOS MECANISMOS  
EXTERNOS DE CONTROLE NO *TRADE-OFF* ENTRE AS ESTRATÉGIAS DE  
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

**MARINGÁ  
2021**

RAFAEL SCUIZATO TELLES

**A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DOS MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROLE NO *TRADE-OFF* ENTRE AS ESTRATÉGIAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

Dissertação apresentada como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis do centro de Ciências Sociais aplicadas da Universidade Estadual de Maringá.

Área de Concentração: Controladoria

Linha de Pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos

Orientador: Prof.º Dr.º Romildo de Oliveira Moraes

MARINGÁ  
2021

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)  
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

T274i

Telles, Rafael Scuzato

A influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de resultados / Rafael Scuzato Telles. -- Maringá, PR, 2021.

82 f.: il., tabs.

Orientador: Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2021.

1. Governança corporativa. 2. Gerenciamento de resultados. 3. Mecanismos externos de controle. 4. Decisões operacionais. I. Moraes, Romildo de Oliveira, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.

CDD 23.ed. 658.4


## ATA DE DEFESA PÚBLICA

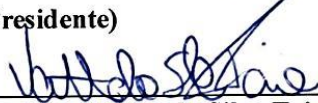
Aos dezenove dias do mês de fevereiro do ano de dois mil e vinte e um, às oito horas, realizou-se pela Universidade Estadual de Maringá, sob modalidade excepcional de realização exclusivamente por videoconferência conforme Portaria nº 36/2020-CAPES e Ato Executivo nº 004/2020-GRE/UEM, a defesa pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: “**A Influência da Governança Corporativa e dos Mecanismos Externos de Controle no Trade-off entre as Estratégias de Gerenciamento de Resultados**”, de autoria de **Rafael Scuzato Telles**, aluno do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria, linha de pesquisa: Contabilidade para Usuários Externos. A Banca Examinadora foi composta pelos professores:

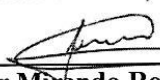
| Membro da banca                      | Função            | IES         |
|--------------------------------------|-------------------|-------------|
| Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes | Presidente        | PCO/UEM     |
| Prof. Dr. Valter da Silva Faia       | Membro examinador | PCO/UEM     |
| Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues    | Membro examinador | PPGCONT/UNB |

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, o aluno foi **APROVADO** pela Banca Examinadora. A validação da aprovação na Defesa Pública está condicionada ao aluno(a) apresentar a versão definitiva da Dissertação, no prazo de 60 (sessenta) dias, de acordo com Art. 72 da Resolução nº 095/2018-CI/CSA, para a expedição do Diploma de Mestre. Para constar, a presente Ata foi lavrada e assinada pela Coordenadora do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá, 19 de fevereiro de 2021.

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Romildo de Oliveira Moraes  
(Presidente)

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Valter da Silva Faia  
(Membro examinador interno)

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues  
(Membro examinador externo)

a9723d70-f4ff-4b41  
-8993-d8652bf62fb

Assinado digitalmente por  
a9723d70-f4ff-4b41-8993-d8652bf62fb  
em 2021-02-19 14:02:07  
+03:00  
Não se pode negar a autoria  
do documento  
Data: 2021-02-19 14:02:07  
+03:00

**Profa. Dra. Simone Leticia Raimundini Sanches**  
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação  
em Ciências Contábeis

*"...so discord in our thoughts, ideas and values  
compel us to think, reevaluate and criticise.  
Consistency is the playground of dull minds."*

Sapiens. Yuval Harari

## Agradecimentos

Primeiramente agradeço a Deus, me conceder saúde e discernimento para enfrentar essa etapa, além de ter colocado na minha vida, todas as pessoas incríveis que vou citar seguir.

Um agradecimento especial aos meus pais, Orlando Ferreira Telles e Aparecida Scuizato Telles, e meu irmão, Gabriel Scuizato Telles, por me darem todo o apoio durante esta jornada. A minha noiva, Taynara Scalco de Souza, por ser sempre compreensiva durante meus momentos de ausência. E aos *dogs* mais fofos do mundo, Luna, Belinha, Lilica e Loop, por me trazerem tantos momentos felizes.

Agradeço ao meu Orientador, Prof.º Dr.º Romildo de Oliveira Moraes, obrigado pelos direcionamentos, conhecimentos transmitidos e disponibilidade de tempo para estar sempre atendendo e contribuindo para o desenvolvimento desta pesquisa.

Obrigado aos membros da minha banca, Prof.º Dr.º Jomar Miranda Rodrigues (UnB) e Prof.º Dr.º Valter da Silva Faia (UEM), por aceitarem participar deste momento tão importante na minha trajetória acadêmica, e trazerem valiosas contribuições que foram fundamentais para o desenvolvimento da minha pesquisa.

Agradeço também as contribuições recebidas nas discussões metodológicas, obrigado Prof.ª Dr.ª Kelly Cristina Mucio Marques, Prof.º Dr.º Valter da Silva Faia, Prof.ª Dr.ª Joyce Menezes da Fonseca Tonin, Prof.º Dr.º Cláudio Marques, Prof.º Dr.º José Braz Hercos Junior e Prof.ª Dr.ª Kátia Abbas, seus direcionamentos foram de extrema importância nas fases iniciais do meu projeto de dissertação.

Estendo meus agradecimentos a secretária do PCO, a Margarete, e a coordenadora do programa, a prof.ª Dr.ª Simone Letícia Raimundini Sanches, por tantas vezes terem me auxiliando com documentações e procedimentos burocráticos relacionados ao mestrado. Faço um agradecimento especial a prof.ª Dr.ª Simone Letícia Raimundini Sanches pela forma como vem cumprindo seu papel como coordenadora do programa e pelos inúmeros bate-papos que realizamos junto a minha turma de mestrado. Essas conversas foram muito importantes para mantermos a ânimo nesses tempos difíceis de distanciamento social devido ao Covid-19.

Obrigado ao Prof.º Dr.º Romualdo Douglas Colauto e ao Prof.º Dr.º Claudio Marcelo Edwards Barros da UFPR por me cederem um acesso a base *Refinitiv*. Um agradecimento especial ao Prof.º Dr.º Claudio Marcelo Edwards Barros por me auxiliar na localização dos dados que eu precisava dentro da base *Refinitiv*, além de ter me permitido acompanhar uma de suas aulas.

Agradeço também aos professores das disciplinas nas quais cursei ao longo do meu mestrado, obrigado Prof.º Dr.º José Braz Hercos Júnior, Prof.ª Dr.ª Joyce Menezes da Fonseca Tonin, Prof.ª Dr.ª Simone Letícia Raimundini Sanches, Prof.º Dr.º Romildo de Oliveira Moraes e Prof.º Dr.º Reinaldo Rodrigues Camacho. Agradeço em especial ao prof.º Dr. José Braz Hercos Júnior, que sempre esteve a disposição para ajudar com os métodos econométricos.

Sou muito grato os meus amigos de mestrado, Lorena Zirolto, Luana Santos Mateo, José Augusto Souza de Melo, Regiane Cristina Gomes, Fernanda Bueno Grizos de Carvalho, Simone Luzia Santana Sambugaro Wencel, Maria Lucia Ribeiro da Costa, Vinícius Rodrigues Benevides, Elias Junior da Silva, Erico Giuliano de Souza Giani, Heric Gracia de Moraes, Edson Toshiaki Yamasaki, Vanderci Carrara e Regiane Miguel Vasconcelos Papke, seu companheirismo e amizade foram fundamentais na minha jornada, manifesta a vocês minha eterna admiração e carinho.

Obrigado à equipe da Emerson Contabilidade, em especial ao Jaime de Andrade, por terem me dado todo o suporte para que eu conseguisse conciliar as atividades do mestrado com o meu trabalho no escritório.

Por fim, agradeço a você, sim você mesmo que está lendo esta dissertação! Obrigado por dedicar um tempinho ao meu estudo. Espero humildemente que esta dissertação possa te auxiliar em seus estudos. Em caso de dúvidas, sugestões ou mesmo queria trocar uma ideia (haha), não hesitar em entrar em contato: [rafael\\_telles@outlook.com](mailto:rafael_telles@outlook.com).

## Resumo

Na presente pesquisa foi analisada a influência da governança corporativa (GC) e de mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de resultados (GR) por accruals (AEM) e por decisões operacionais (REM). O estudo traz contribuições aos estudos de *trade-off* entre as estratégias de GR, além de contribuir para os stakeholders ao investigar se a GC e os mecanismos externos de controle, elementos vistos como auxiliares na redução da assimetria informacional, auxiliam na inibição do GR. Quanto as variáveis da pesquisa, a GC foi mensurada por meio de um modelo composto por 20 perguntas onde o próprio pesquisador responde utilizando-se de dados secundários disponibilizados pelas empresas. Construindo assim um índice que visa mensurar a qualidade da GC das companhias. Os mecanismos externos de controle abordados foram a acurácia na previsão dos analistas, a presença de investidores institucionais e os *ratings* de crédito. A amostra da pesquisa é formada pelas empresas da B3 no período de 2010 a 2019. O índice de GC é categorizado por dimensões, sendo o *Disclosure*, a que apresentou médias mais altas, seguida da Composição do Conselho e seu funcionamento, da Ética e trato dos Conflitos de Interesse e, com a média mais baixa, o Direito dos acionistas. Esses resultados demonstram que a divulgação de informações é uma prioridade para as companhias listadas na B3, porém, estas empresas mantêm um controle centralizado, limitando o poder de voto de seus acionistas. A investigação da relação entre as variáveis do estudo e o GR evidenciou que empresas com alta qualidade de governança e que possuem investidores institucionais, apresentam uma redução no REM. Tal fato evidencia que a GC aliado a presença desse tipo de investidor é eficiente na função de detectar e minimizar esse tipo de gerenciamento. Porém, não foi observado relação significativa com nenhuma variável e o AEM, evidenciando que nem a GC nem os mecanismos externos de controle foram informacionalmente eficientes a ponto de identificar companhias que praticam o GR. A análise do *trade-off* entre as estratégias de GR foi realizada por meio do teste de *Vuong* que evidenciou que na presença da GC e dos mecanismos externos de controle, os gestores tendem a optar pelo AEM. Isso pode ser explicado pelo fato de, embora mais detectável que o REM, o AEM não impacta no fluxo de caixa, é menos dispendiosa, além desse tipo de GR ser realizado no fim do exercício, quando os gestores sabem exatamente o quanto manipular para atingir suas metas. De forma complementar, foi realizada a análise do *trade-off* ano a ano, evidenciando que quando ou a GC ou algum dos mecanismos externos de controle detectam o o gerenciamento por uma estratégia, o gestores tendem a utilizar a outra ou as duas em paralelo.

Palavras-Chave: Governança Corporativa, Mecanismos Externos de Controle, Gerenciamento de Resultados, *Trade-off*.



## Abstract

This research analyzed the influence of corporate governance (CG) and external control mechanisms in the trade-off between earnings management (GR) through accruals (AEM) and operational decisions (REM). The CG was measured using a model composed of 20 questions which the researcher answers using secondary data provided by the companies. Thus building an index that aims to measure the quality of the companies governance. The external control mechanisms addressed were the accuracy of the analysts' forecast, the presence of institutional investors and the credit ratings. The research sample is formed by B3 companies in the period from 2010 to 2019. The CG index is categorized by dimensions, with Disclosure being the one with the highest averages, followed by the Composition of the Board and its functionalities, Ethics and Conflicts of Interest and, with the lowest average, shareholders' rights. These results demonstrate that the disclosure of information is a priority for the companies listed on B3, however, these companies maintain centralized control, limiting the voting power of their shareholders. The investigation of the relationship between the study variables and the GR showed that companies with high governance quality and that have institutional investors, have a reduction in REM. Evidence that CG combined with the presence of this type of investor is efficient in the function of detecting and minimizing this type of management. However, no significant relationship was observed with any variable and the AEM, showing that neither the GC nor the external control mechanisms were informationally efficient to the point of identifying companies that practice GR. The analysis of the trade-off between GR strategies was developed with the Vuong test, which showed that in the presence of CG and external control mechanisms, managers tend to choose AEM. This can be explained by the fact that, although more detectable than REM, AEM does not impact cash flow, it is less expensive, in addition to this type of GR being performed at the end of the year, when managers know exactly how much to manipulate to achieve their goals. In a complementary way, the trade-off analysis was developed year by year, showing that when either the CG or any of the external control mechanisms detect the earning management by one strategy, the managers tend to use the another or both strategies together. This study brings contributions to trade-off studies between GR strategies, in addition to contributing to stakeholders because investigating whether CG and external control mechanisms, elements seen as aids in reducing information asymmetry, help in inhibiting GR.

**Keywords:** Corporate Governance, External Control Mechanisms, Earning Management, Trade-off.

## LISTA DE FIGURAS

|   |    |
|---|----|
| Figura 1 - <i>Trade-off</i> entre transparência e oportunismo ..... | 27 |
|---|----|

## LISTA DE TABELAS

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1 - Modelos econométricos para detecção do Gerenciamento de Resultados por <i>Accruals</i> discricionários. ....   | 36 |
| Tabela 2 - Instrumento de medição do índice de Governança Corporativa .....   | 47 |
| Tabela 3 - Classificação de <i>Rating</i> de Crédito .....  | 50 |
| Tabela 4 - Variáveis de controle.....   | 51 |
| Tabela 5 - Valores médios de cada questão do índice de GC.....  | 56 |
| Tabela 6 - Valores médios das dimensões do IGC em relação ao segmento de mercado.....   | 57 |
| Tabela 7 – Empresas da Amostra divididas em setores econômicos.....   | 57 |
| Tabela 8 - Estimação dos níveis normais de <i>accruals</i> e de despesas operacionais.....  | 59 |
| Tabela 9 - Relação entre Empresas Suspeitas e o Gerenciamento de Resultados.....  | 60 |
| Tabela 10 - Relação a Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle no Gerenciamento de Resultados .....  | 61 |
| Tabela 11 – Influência da Governança Corporativa e dos Mecanismos Externos de Controle no <i>trade-off</i> entre as estratégias de Gerenciamento de Resultados ( <i>Teste de Vuong</i> )..... | 63 |
| Tabela 12 - Relação a Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle no Gerenciamento de Resultados, ano a ano .....   | 64 |

## LISTA DE ABREVIACOES E SIGLAS

|                |   |
|----------------|---|
| AEM            | <i>Accruals Earnings Management</i>                       |
| B <sup>3</sup> | Bolsa de Valores do Brasil                                |
| CVM            | Comissão de Valores Mobiliários                           |
| EC             | Escolhas Contábeis  |
| FCO            | Fluxo de Caixa Operacional                                |
| GC             | Governança Corporativa                                    |
| GR             | Gerenciamento de Resultados                               |
| IBGC           | Instituto Brasileiro de Governança Corporativa            |
| IFRS           | <i>International Financial Reporting Standards</i>        |
| ANIMEC         | Associao Nacional de Investidores do Mercado de Capitais |
| P&D            | Pesquisa e Desenvolvimento                                |
| REM            | <i>Real Earnings Management</i>                           |
| S&P            | <i>Standard &amp; Poor's</i>                              |
| SOX            | <i>Lei Sarbones-Oxley</i>                                 |
| SUSEP          | Superintendência de Seguros Privados                      |

## LISTA DE EQUAÇÕES

|  |    |
|--|----|
| (1) Modelo de Mensuração dos <i>Accruals</i> Totais Pela abordagem do Balanço .....                            | 43 |
| (2) Modelo de Mensuração dos <i>Accruals</i> Discricionários de Paulo (2007) .....                             | 44 |
| (3) Modelo de Mensuração do Comportamento Anormal das Despesas Discricionárias de Roychowdhury (2006) .....    | 45 |
| (4) Modelo de Mensuração do Comportamento Anormal dos Custos de Produção de Roychowdhury (2006) .....          | 45 |
| (5) Modelo de Mensuração do Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais de Roychowdhury (2006) ..... | 46 |
| (6) Modelo de Mensuração do Índice de Governança Corporativa de Leal et al. (2015) .....                       | 47 |
| (7) Modelo de Mensuração da Acurácia na Previsão dos Analistas.....  | 49 |
| (8) Modelo de Mensuração do Gerenciamento de Resultados de Paulo (2007) .....                                  | 52 |
| (9) Modelo Empírico para mensuração da relação entre as variáveis do estudo e o AEM .....                      | 53 |
| (10) Modelo Empírico para mensuração da relação entre as variáveis do estudo e o AEM .....                     | 53 |
| (11) Trade-off entre as estratégias de GR - Teste de <i>Vuong</i> .....  | 55 |
| (12) Trade-off entre as estratégias de GR - Teste de <i>Vuong</i> .....  | 55 |
| (13) Trade-off entre as estratégias de GR - Teste de <i>Vuong</i> .....  | 55 |

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO</b> .....  | <b>16</b> |
| 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA .....  | 16        |
| 1.2 OBJETIVO GERAL.....  | 20        |
| 1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....  | 20        |
| 1.4 JUSTIFICATIVA .....  | 20        |
| 1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA .....  | 23        |
| <b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....   | <b>24</b> |
| 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....  | 24        |
| 2.2 MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROLE .....  | 27        |
| <b>2.2.1 Previsões dos Analistas.....</b>  | <b>28</b> |
| <b>2.2.2. Investidores Institucionais .....</b>  | <b>30</b> |
| <b>2.2.3. Rating de Crédito .....</b>  | <b>33</b> |
| 2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E HIPÓTESES DA PESQUISA .....  | 34        |
| <b>2.3.1. Gerenciamento de Resultados por <i>Accruals</i> Discricionários.....</b>   | <b>35</b> |
| <b>2.3.2. Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais .....</b>  | <b>37</b> |
| <b>2.3.3. <i>Trade-off</i> entre as estratégias de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i><br/>discricionários e decisões operacionais .....</b> | <b>39</b> |
| <b>3 DESIGN METODOLÓGICO</b> .....   | <b>42</b> |
| 3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS .....  | 42        |
| 3.2 MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....   | 42        |
| <b>3.2.1 Detecção de Gerenciamento de Resultados por meio dos <i>Accruals</i> Discricionários.<br/>.....</b>   | <b>42</b> |
| <b>3.2.2 Detecção de Gerenciamento de Resultados por meio das Decisões Operacionais... 44</b>  | <b>44</b> |
| 3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA.....   | 46        |
| <b>3.3.1 Variáveis de Governança Corporativa e dos Mecanismos Externos de Controle... 47</b>   | <b>47</b> |
| 3.3.1.1. Índice de Governança Corporativa .....  | 47        |
| 3.3.1.2. Mecanismos Externos de Controle .....   | 49        |
| <b>3.3.2 Variáveis de controle .....</b>   | <b>50</b> |
| 3.4 MODELOS EMPÍRICOS DA PESQUISA.....   | 51        |
| <b>3.4.1 Influência da GC e dos Mecanismos Externos de Controle no AEM e REM..... 52</b>   | <b>52</b> |
| <b>3.4.2 Influência da GC e dos Mecanismos Externos de Controle no <i>Trade-off</i> entre<br/>estratégias de AEM e REM.....</b>                          | <b>53</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>  | <b>55</b> |
| 4.1. ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....   | 55        |
| 4.2. A AMOSTRA DA PESQUISA .....  | 57        |
| 4.3 ESTIMAÇÃO DOS NÍVEIS NORMAIS DE <i>ACCRUALS</i> E DAS DESPESAS<br>OPERACIONAIS .....  | 58        |
| 4.4. EMPRESAS SUSPEITAS DE GERENCIAREM OS RESULTADOS .....  | 59        |
| 4.5 A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS MECANISMOS<br>EXTERNOS DE CONTROLE NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....   | 61        |
| 4.6 A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS MECANISMOS<br>EXTERNOS DE CONTROLE NO <i>TRADE-OFF</i> ENTRE AS ESTRATÉGIAS DE<br>GERENCIAMENTO DE RESULTADOS ..... | 63        |
| <b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>   | <b>67</b> |
| <b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>   | <b>70</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

Watts (1992) apresenta o conceito de Escolhas Contábeis (EC) como sendo a seleção de um método contábil por parte do gestor em detrimento de outros. Fields, Lys e Vincent (2001) acrescentam que as EC são quaisquer decisões cujo objetivo seja influenciar o resultado da contabilidade, tanto nas demonstrações contábeis como também na tributação, sendo relevante não se limitar a análise de apenas uma EC, pois esta pode ser motivada por efeitos combinados de várias EC simultâneas (Watts & Zimmerman, 1990).

Os estudos sobre EC se desenvolveram na identificação dos fatores que influenciam essas escolhas, sendo exemplos dos fatores comumente citados na literatura: o tamanho da organização, os planos de incentivos dos seus gestores, o endividamento, a assimetria informacional e se é ou não auditada por *big four* (Holthausen & Leftwich, 1983; Holthausen, 1990; Fields et al., 2001; Watts, 2003; Cole, Branson & Breesch, 2011; Pinto, Martins & Silva, 2015; Souza, Botinha & Lemes, 2016). Os gestores podem realizar as EC tanto para representar fidedignamente a realidade do negócio como também para cumprir com propósitos oportunistas, ou seja, optando por métodos contábeis que melhor represente seus interesses particulares (Fields et al., 2001; Silva, Martins & Lemes, 2016).

O precursor dos estudos sobre as manipulações discricionárias do resultado contábil foi o trabalho de Holthausen e Leftwich (1983) que identificou uma tendência a aumento das receitas quando da ocorrência de altos custos de contratação e monitoramento em contraposição a uma tendência de diminuição da receita quando a empresa possui alta visibilidade política.

De acordo com Martinez (2001), um dos produtos mais importantes da contabilidade é o resultado contábil, que devido a assimetria informacional, está sujeito a ajustes de natureza discricionária, sem qualquer relação com a realidade do negócio, sendo pertinente a investigação dessas possíveis manipulações. Ainda segundo o autor, é necessário assegurar a qualidade da informação contábil pois dela depende a prosperidade das empresas e indiretamente, da economia como um todo. Healy e Wahlen (1999, p. 368) analisaram a literatura até então produzida sobre o gerenciamento de resultados (GR) e construíram a seguinte definição:



O gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores usam do julgamento na elaboração dos relatórios financeiros e na estruturação de transações com objetivo de alterar os relatórios financeiros com intuito de alterar a percepção dos *stakeholders* quanto a performance econômica da companhia ou influenciar as relações contratuais dependentes das informações contábeis reportadas.<sup>1</sup>

Schipper (1989) define GR como a gestão da divulgação da informação contábil, representando assim uma intervenção proposital no processo de divulgação com a intenção de obter algum ganho privado. Ainda segundo a autora, o GR pode ocorrer em qualquer momento durante o processo contábil, com aplicação adequada das normas e procedimentos contábeis. Ou seja, o GR não é sinônimo de fraude contábil, pois opera dentro dos limites da legislação contábil (Dechow & Skinner, 2000; Martinez, 2001).

Os primeiros estudos sobre GR evidenciaram que os gestores realizavam manipulações por meio dos *accruals* discricionários (Healy, 1985). O GR por *accruals* é realizado entre o encerramento do exercício social e a divulgação dos relatórios financeiros, quando os gestores avaliam as acumulações necessárias para que o resultado contábil se alinhe ao esperado pelo mercado (Martinez, 2013). Sendo a expressão *accruals* utilizada também para tratar de elementos como provisões e estimativas que já tenham sido efetivadas pelo regime de competência, mas ainda não foram efetivadas no fluxo de caixa (Colauto & Beuren, 2006). Por sua vez, os *accruals* discricionários representam as ECs tomadas pelos gestores com intuito de benefício próprio enquanto os *accruals* não discricionários são as escolhas realizadas com objetivo de representar a realidade do negócio (DeAngelo, 1986; Martinez, 2001).

Dechow e Skinner (2000) criticaram as definições de GR apresentadas por Healy e Wahlen (1999) e Schipper (1989) devido a estas se centrarem na interação gerencial, fato esse não observável, dificultando assim a operacionalização usando apenas os atributos dos dados contábeis divulgados. Assim, a literatura sobre GR se desenvolveu na busca por fatores observáveis que influenciassem esse gerenciamento. Por exemplo, estudos que analisaram a relação entre GR e elementos da estrutura de governança das empresas, como os de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003) que verificaram uma relação negativa entre o GR e a governança corporativa (GC).

Silveira (2004) salienta que a GC objetiva minimizar os prejuízos causados pelo conflito de interesses entre os fornecedores de recursos (acionistas) e os tomadores de decisão

---

<sup>1</sup>Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.

(gestores). Ainda segundo o autor, destaca-se nos estudos sobre GC a análise de mecanismos que exercem influência sobre o desempenho da organização.

O estudo seminal de Cragg e Malkiel (1968) ao versar sobre abordagem positiva da contabilidade denota a importância da informação contábil tanto para as decisões internas quanto para os investidores e os analistas de mercado. Baseando-se nessa informação contábil divulgada pela empresa, o mercado premia as empresas das quais seus resultados superam as previsões dos analistas (Martinez, 2006). Porém, o autor salienta que o mercado reage as surpresas (diferença entre previsão dos analistas e o resultado divulgado pelas empresas) penalizando as empresas antecipadamente quando já esperam más notícias.

Dada a relevância das previsões dos analistas, estudos analisaram a influência dessas previsões no GR. Os resultados apresentam tanto uma correlação positiva entre as previsões de analistas e o GR, indicando a ocorrência do gerenciamento para alcançar metas previstas pelos analistas (Ayress, Jiang e Yeng, 2006; Martins, Paulo e Monte, 2016), como também uma correlação negativa, ao evidenciar que quanto maior a cobertura dos analistas menor o GR (Martinez, 2011; Yu, 2008). Yu (2008), dentre outros aspectos, verificou uma relação negativa entre investidores institucionais e o GR, evidenciando que esses investidores também servem como monitores externos da organização.

Segundo Ferri e Soares (2009), investidores institucionais são instituições (podendo ser fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações ou bancos de investimentos) que dispõem de vultosos recursos mantidos com certa estabilidade, sendo destinados à reservas de risco e à renda patrimonial, dos quais parte é destinada ao mercado de capitais. A literatura sobre a relação entre investidores institucionais e GR apresenta a participação desses investidores tanto como fator que minimiza esse gerenciamento (Hsu & Koh, 2005; Rahman, Rahman, Ghani e Omar, 2019) como também um incentivo para a sua prática (Jouber & Fakhfakh, 2012). Com intuito de atingir a melhor avaliação entre o risco e retorno de seus investimentos, os investidores institucionais utilizam-se de ferramentas como o *rating* de crédito para, por exemplo, limitar a participação de emissores na carteira de investimentos para determinado nível de *rating* (Silva, 2012).

A primeira agência de crédito mercantil foi fundada em 1841 em Nova York (a que futuramente seria nomeada de *Moody's Investors Service*). Esse tipo de agência, conhecida *ratings* de crédito, são empresas focadas na classificação de títulos baseados na capacidade de pagamento do tomador de crédito, em termos como adimplência, retorno e segurança dos investimentos (Cantor & Packer, 1994). Sendo três as *rating* de crédito de destaque mundial, a *Moody's*, a *Standard & Poor's* e a *Fitch Ratings*, elas atribuem notas de créditos a empresas

e países conforme suas expectativas quanto às condições de pagamento dos juros e do montante principal das dívidas (Soares, Coutinho e Camargos, 2012). Soares et al., (2012) denotam que essa classificação cumpre a função de parâmetro de qualidade dos títulos emitidos por determinada empresa ou país, servindo de base para a determinação de taxas de juros que esses papéis oferecem.

Dado a relevância do *rating* de crédito, estudos analisaram a sua relação com o GR, como os estudos de Alissa, Bonsall, Koharki e Penn (2013) e Kim, Kim e Song (2013) que evidenciaram o uso de gerenciamento por parte das empresas com o objetivo de atingirem a classificação esperada. O estudo de Kim et al. (2013) apresentou em seus resultados que antes do período do qual ocorre as alterações no *rating* de crédito as empresas deixam de gerenciar os seus resultados pelos já citados *accruals* discricionários (AEM) e passam a realizar o GR pelo método das decisões operacionais (REM).

Burgstahler e Dichev (1997) apresentaram na discussão sobre GR o conceito da manipulação realizada durante o decurso normal das atividades operacionais. Tendo a aplicação prática desse conceito desenvolvido nos modelos teóricos e econométricos de estudos como os de Gunny (2010), Roychowdhury (2006) e Zang (2012). Esse tipo de gerenciamento no decurso normal das atividades foi nomeado de “*real activities manipulation*”, sendo esse termo traduzido no Brasil como gerenciamento por atividades reais ou por decisões operacionais, sendo o último, o termo utilizado no presente estudo. Roychowdhury (2006) apresenta a seguinte definição para GR por decisões operacionais:

Defino manipulação por decisões operacionais como os desvios das práticas operacionais normais, motivadas pelo desejo dos gerentes de induzir pelo menos alguns *stakeholders* a acreditar que determinadas metas de relatórios financeiros foram cumpridas no curso normal das operações.<sup>2</sup>

Nos estudos como os de Cohen, Dey e Lys (2008) e Martinez e Cardoso (2009) foram investigados tanto a ocorrência de gerenciamento por *accruals* discricionários como também por despesas operacionais. Porém, Zang (2012) destacou que os gestores provavelmente usam múltiplas técnicas ao mesmo tempo, podendo assim ocorrer uma substituição, ou *trade-off*, das estratégias de AEM para o REM e vice-versa. Ao passo que a REM ocorre ao longo do exercício baseada na percepção dos gestores de como as atividades da empresa irão se desdobrar ao longo do ciclo operacional, o AEM ocorre principalmente entre o encerramento

---

<sup>2</sup>I define real activities manipulation as departures from normal operational practices, motivated by managers' desire to mislead at least some stakeholders into believing certain financial reporting goals have been met in the normal course of operations.

do exercício social e a publicação das demonstrações contábeis (Cupertino, 2013). Sendo que caso o REM acaba por ser inesperadamente alto (baixo), os gestores tendem a diminuir (aumentar) o AEM no final do período (Zang, 2012).

Dado o exposto, é pertinente a busca por fatores que auxiliem na explicação das EC entre as estratégias de GR. Sendo assim, o presente estudo se origina ao levantar a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre estratégias de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e por decisões operacionais?**

## 1.2 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste estudo é investigar a influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre estratégias de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e por decisões operacionais em empresas brasileiras de capital aberto.

## 1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Com o propósito de alcançar o objetivo geral, desdobram-se os seguintes objetivos específicos:

- a) Examinar a influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários.
- b) Analisar a influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no gerenciamento de resultados por decisões operacionais.
- c) Averiguar a influência da governança corporativa e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de resultados.

## 1.4 JUSTIFICATIVA

Pesquisas empíricas que analisaram conjuntamente o GC e mecanismos externos de controle evidenciaram uma relação entre altos níveis de governança com altos níveis de acertos de previsões de analistas (Chu, Heo & Pae, 2019) assim como uma melhora na classificação de *rating* (Bradford, Chen & Zhao, 2019; Lin, Chen, Yang & Wang,

2020). Sendo a classificação de *rating* relevante para as decisões de investidores institucionais (Booth & Bruin, 2019), por vezes até mais do que os resultados divulgados pela empresa (Bhattacharya, Wei & Xia, 2019).

Estudos que analisaram o GR nesse mesmo contexto, como a de Ali e Javid (2015), evidenciaram que empresas no final do espectro de classificação de *rating* gerenciam mais seus resultados do que empresas em outras classificações. Ademais, Huang, Huang, Song e Feng (2020) salientam que os gestores gerenciam seus resultados antes da emissão dos títulos, sendo esse GR positivamente correlacionado com *rating* da empresa, não conseguindo se restringir o impacto desse gerenciamento pelas previsões dos analistas.

Ao analisar a relação entre GC e GR, Sehrawat, Kumar, Lohia, Bansal e Agarwal (2019) evidenciaram uma relação negativa entre essas variáveis, salientando a dualidade do cargo de CEO como positivamente significativa com esse gerenciamento, ou seja, seus resultados evidenciaram que empresas onde o seu presidente também ocupa cargo no conselho de administração apresentam maiores níveis de GR do que empresas onde seu CEO não ocupa esses dois cargos. Com uma amostra de 230.536 empresas de 76 países, Lel (2019) apontou que a presença de investidores institucionais pode reduzir a disparidade de governança entre países até certo ponto, aprimorando o monitoramento de empresas que provavelmente sofrem com maiores conflitos de agências gerenciais. Ainda segundo o autor, a presença desses investidores atenuam os incentivos das empresas para realizarem o GR. Jaimuk, Nilapornkul e Ngudgratoke (2020) apontaram uma relação negativa entre a porcentagem de investidores institucionais e o REM, salientando que a maior proporção de acionistas institucionais levou a um menor desempenho e a práticas contábeis mais cautelosas.

Ao analisar a literatura empírica que aborda o *trade-off* entre estratégias de GR, Makhaiel (2019) analisou, por meio de entrevistas, o *trade-off* entre estratégias de GR levando em consideração as implicações do contexto social e econômico das empresas egípcias analisadas, evidenciando que os investidores institucionais avaliam o valor das ações baseados não apenas nos lucros operacionais a longo prazo como também a credibilidade e legitimidade da empresa e eficácia da administração. O autor apontou também que a reforma política e econômica ocorrida no Egito resultou em uma tendência gerencial dos gestores optarem pela estratégia de GR por despesas operacionais.

Zhanga, Perolsb, Robinsonc e Smith (2018) salientam que a gestão é mais propensa a utilizar o gerenciamento por *accruals* para atingir previsões de analistas no curto prazo, porém quando as previsões dos analistas são de longo prazo a gestão tende a gerenciar seus resultados por decisões operacionais. Gounopoulos e Pham (2017) investigaram se empresas

mudam seu comportamento de GR no ano em que inicializarão sua oferta de ações na bolsa de valores (IPO), concluindo que no ano em questão as empresas tendem a se envolver menos em GR tanto por *accruals* discricionários como por decisões operacionais, devido ao monitoramento por *rating* de crédito.

Ao consultar a literatura nacional dentro da temática do presente estudo, a pesquisa de Pereira e Martins (2015) evidenciou uma relação positiva entre *rating* de crédito e GC, constatando que durante o apogeu da crise financeira de 2008 as empresas situadas em níveis mais elevados de governança apresentaram desempenho financeiro superior àquelas situadas em níveis mais baixos. O estudo de Sibim (2017) apresentou uma relação significativa entre notas de *rating* e o GR por *accruals* discricionários, porém o sinal não atendeu a relação esperada, que as empresas gerenciam seus resultados para elevar suas notas de *rating*. Segundo a autora esse resultado se deu, pois: i) empresas com classificação superiores gerenciam menos seus resultados; ii) as agências de risco podem ter detectado o GR e ter reduzido as suas classificações de *rating*; iii) fatores exógenos podem ter influenciado nas classificações. Utilizando-se do *rating* da empresa *Moody's*, Oliveira (2019) inferiu que o GR por *accruals* discricionários apresentam relação positiva nos países com maior risco de crédito e negativa nos países com menor risco de crédito, condicionando os resultados das relações entre as variáveis ao ambiente informacional.

Ao analisar a qualidade dos lucros por meio da suavização de resultados, Silva, Gonçalves, Bonfim e Niyama (2018) apontaram, entre outros fatores, que empresas que participam de algum dos níveis de GC da B3, tendem a ter uma maior qualidade dos seus lucros. Ainda segundo a pesquisa dos autores, a variável investidores institucionais apresentou uma relação não significativa com a qualidade dos lucros. Santos, Façanha, Vasconcelos e Luca (2018) analisaram a relação entre mecanismos externos de GC, sendo no estudo dos autores a cobertura de analistas de mercado e a presença de investidores institucionais, e a prática de GR por decisões operacionais. Seus resultados evidenciaram uma relação negativa entre esses mecanismos e o gerenciamento por decisões operacionais, segundo os autores isso se dá em função da necessidade de alinhamento de interesses entre a gestão das empresas e as partes interessadas.

Dada as características individuais das variáveis deste estudo, este se justifica ao analisar os efeitos da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre estratégias de GR, analisando os efeitos tanto dos mecanismos internos de controle, no caso a GC, como dos mecanismos externos na escolha contábil entre os métodos de gerenciamento.

A presente pesquisa busca contribuir com a área da contabilidade financeira ao ampliar as investigações sobre o GR, almejando auxiliar na construção de uma informação contábil mais fidedigna. Este estudo pretende ainda trazer contribuições para a academia e para a pesquisa contábil ao mensurar o *trade-off* entre as estratégias de AEM e REM, sendo essa abordagem ainda pouco investigada no cenário nacional. Além disso, esta dissertação visa ainda trazer contribuições para o mercado ao investigar se a GC e os mecanismos externos de controle inibem o GR, auxiliando assim os *stakeholders* no seu processo de tomada de decisão.

### 1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

O presente estudo se limita a utilização dos modelos de Paulo (2007) para identificação do AEM, de Roychowdhury (2006) para detecção do REM e o teste de Vuong (1989) para investigar do *trade-off* entre essas estratégias. A amostra desta pesquisa delimitada pelas empresas de capital aberto listada na bolsa de valores do Brasil (B3). O presente estudo se restringe a investigação de uma janela temporal de 2010 a 2019.

Dentro das diversas *proxies* analisadas nas pesquisas de GR, o presente estudo se limita a utilização das variáveis de: índice de GC, de erros de previsões dos analistas, da presença de investidores institucionais e da classificação de *rating* das companhias. Se restringindo ao modelo proposto por Leal, Carvalhal e Ievorlino (2015) para identificação do índice de GC, ao cálculo utilizado em estudos como os de Martinez (2007) e Mota, Silva, Oliveira e Paulo (2017) para obter o nível de erros de previsões dos analistas, a forma utilizada por Ferri e Soares (2009) para identificação dos investidores institucionais e, por fim, utilizou-se da classificação de *rating* utilizada no estudo de Miiller e Martinez (2016).

Para a coleta de dados, esta pesquisa se delimitou a utilização de dados secundários das bases de dados Economática@ para a mensuração do GR como também para identificação dos investidores institucionais, da base I/B/E/S - Thomson ONE Analytics@ para obter das previsões dos analistas, da base Moody's@ para coletar o *rating* de credito e dos dados oriundos dos sites ComDinheiro@, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprios companhias para obtenção dos dados sobre suas GC.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Comissão de Valores Mobiliários (2002, p.1) introduz a GC da seguinte forma:

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Segundo Blair (1998), a GC é um conjunto de mecanismos utilizados para determinar processos que irão alinhar os interesses em conflito entre acionistas e gestores. Carvalho (2002) salienta que a GC representa os princípios que governam o processo decisório de uma empresa com intuito de minimizar os problemas de agência. As relações de agência dizem respeito aos contratos onde uma ou mais partes interessadas (definidas como principal) delegam a um terceiro (definido como agente) a autonomia para tomar decisões que afetam o principal, dado que ambas as partes são maximizadoras de sua utilidade, há boas razões para se acreditar que o agente não agirá em prol dos interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976, p.308). A GC surge então como um conjunto de mecanismos de incentivos e controle, desenvolvidos com intuito de minimizar os custos decorrentes dos problemas de agência (Claessens & Yurtoglu, 2013; LaPorta, Lopez-De-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998), evitando esses custos por meio de um aumento da evidenciação das decisões dos gestores, resultando em maior transparência (Carvalho, 2002; Silveira, 2004).

No contexto nacional, Bernardes, Bertucci e Brandão (2006) apresentam cinco ações que demonstram o empenho brasileiro em tornar as companhias mais competitivas no cenário internacional, sendo elas: a reforma da Lei das S/A; a emergência de propostas de códigos de GC elaborados pelo CVM, IBGC e Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC); o Plano Diretor do Mercado de Capitais; o fortalecimento dos princípios de responsabilidade social no Brasil; e os níveis diferenciados de GC da B3, lançados em 2002.

Esses níveis diferenciados apresentam exigências crescentes, começando com a Bovespa Mais, passando pela Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 até chegar no nível máximo chamado de Novo Mercado. A adesão a um desses níveis depende do grau de compromisso assumido pela companhia de forma voluntária ao adotar práticas adicionais às impostas pela legislação brasileira. Em linhas gerais, as boas práticas ressaltam a importância



de conselho administrativo isento, imparcial e independente, com indivíduos diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração (IBGC, 2015; CVM, 2002).

Embora pesquisas como as de Bernadino et al (2014), Caixe e Krauter (2014) e Machado e Famá (2011) tenham utilizado os níveis de governança da B3, é relevante a investigação da estrutura de governança das empresas, dado que elas influenciam no desempenho e na avaliação das empresas (Silva & Leal, 2005). Por isso foram desenvolvidos modelos com o objetivo de mensurar a qualidade das práticas de GC, como os elaborados por Correia (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011), Leal e Carvalhal, Iervolino (2015), Silva e Leal (2005) e Silveira (2004).

A presente pesquisa utilizará o modelo de Leal et al. (2015). O índice dos autores é composto por vinte perguntas cobrindo quatro dimensões: da divulgação (transparência); composição do conselho e funcionamento deste; ética e conflito de interesse; e direito dos acionistas. Utilizando-se do site da CVM e das informações públicas dos sites das empresas como base de dados, o modelo agrega pontos a cada resposta positiva, elaborando assim um índice de qualidade da GC (Leal et al., 2015).

As pesquisas nacionais apresentam resultados contraditórios, enquanto estudos como os de Caixe e Krauter (2014), Correia et al. (2011), Silva (2004) e Silva e Leal (2005) apresentam uma influência positiva entre o valor de mercado e o GC, estudos como os de Bernadino et al. (2014), Rodrigues, Muniz, Amaral e Francisco (2015) e Silveira (2004) não verificaram tal influência. Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012) evidenciaram que o melhor nível de GC reduz custos associados à incorporação de informações nos preços dos ativos da empresa. Ainda segundo o estudo, para que tal redução ocorra, é necessário que a companhia esteja inserida em um mercado confiável para os investidores.

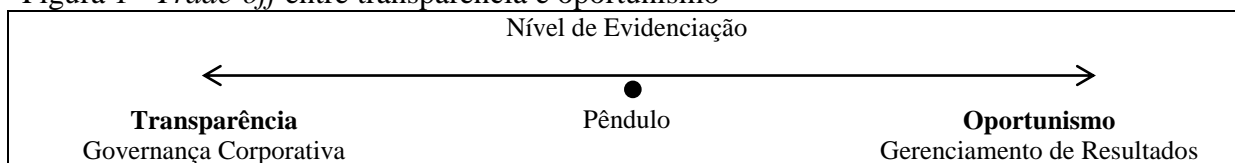
Sendo considerado o estudo que iniciou as investigações sobre a GC, Berle e Means (1932) discutiram os custos e benefícios oriundos da separação entre propriedade e controle, assim como enfatizaram que a pulverização da propriedade tende a fortalecer o poder dos gestores, aumentando as chances dos mesmos agirem oportunisticamente. Sendo que empresas das quais possuem mecanismos de GC, são menos expostas a riscos de gestão e de mercado, aumentando a confiança dos investidores (Rossetti & Andrade, 2012). As melhores práticas de governança são mecanismos de garantia para os fornecedores de capital da companhia, porém, tais práticas substituem de forma imperfeita uma boa e eficiente norma legal (Williamson, 1983, 1984).

Roe (2005) divide os problemas centrais da GC em três grupos: GC horizontal, GC vertical e GC externa. A GC horizontal objetiva limitar a ação do acionista majoritária, pois em companhias com um acionista ou um pequeno grupo de acionistas dos quais controlam a empresa, o principal risco é a expropriação dos direitos dos demais acionistas. Enquanto a GC vertical trata dos problemas relacionados aos custos de agência, focado na garantia de que os gestores irão buscar a maximização do bem-estar dos acionistas, não agindo oportunisticamente. Por fim, a GC externa trata da legitimidade corporativa, de como a organização sobrevive política e socialmente, podendo seguir duas abordagens: a defensiva, na qual os agentes internos estruturam instituições para protegê-los de incursões externas; como também podem seguir uma abordagem determinada por externos, sendo está baseada em leis e normas externas a companhia.

LaPorta et al. (1998, 2000) denotam que há um maior risco de expropriação por parte da administração quando a proteção legal do investidor é fraca. Assim como a concentração de propriedade também aumenta o risco de expropriação dos acionistas minoritários, o que depende de regras exógenas a empresa para ser mitigado. Os autores evidenciam que as diferenças de estrutura legal entre os países afetam a estrutura de propriedade das companhias.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a adoção de mecanismos de governança propicia uma redução do seu custo de capital, possivelmente, se convertendo em aumento do valor de mercado da companhia como também o aumento das alternativas de investimentos futuros. Estudos como os de Bhojraj e Sengupta (2003), Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Joh (2003) evidenciaram que companhias com bons níveis de governança valem mais. Claessens e Yurtoglu (2013) identificaram que a adoção da GC aumenta o acesso ao financiamento externo, reduz o custo de capital das empresas e melhora o desempenho operacional por meio de uma melhor alocação de recursos.

Conforme apresentando, estudos evidenciaram os benefícios da adoção da GC, dentre eles, o aumento da evidenciação das EC da gestão. Motivando pesquisas que investiguem se a GC inibe o GR. Ao discorrer sobre a GC e o GR, Cardoso (2004) apresenta uma analogia de um pêndulo onde o nível de evidenciação determina qual das duas forças se sobressai, sendo elas: a transparência por meio da GC; e o oportunismo através da GR.

Figura 1 - *Trade-off* entre transparência e oportunismo

Fonte: Cardoso (2004)

Dechow et al. (1996) evidenciaram uma relação negativa entre a presença de membros externos no conselho administrativo da companhia e a ocorrência de fraudes financeiras por intermédio de técnicas como as de manipulações dos lucros. Peasnell, Pope e Young (2003) apresentam a independência do conselho administrativo como limitador do gerenciamento dos lucros para benefícios dos gestores da companhia. Cormier e Martinez (2006) concluíram que a influência do conselho administrativo e a independência dos seus membros, assim como a estrutura de propriedade provocam diferenças no comportamento do GR. Martinez (2010) denota que a tolerância para GR pode ser explicada pelo perfil do conselho administrativo.

Kawai (2017) ao utilizar o índice de GC desenvolvido por Leal et al. (2015) evidenciou que os mecanismos internos de GC não são suficientes para inibir AEM. Ye (2014) indica que a remuneração variável paga em dinheiro, não em ações, relaciona-se positivamente com o GR. Os estudos de Garven (2015), Talbi, Ali Omri, Guesmi e Ftiti (2015), Susanto e Pradipta (2016) e Piosik e Genge (2020) investigaram a relação entre a governança o REM. Esses estudos evidenciaram uma relação negativa entre a governança e o REM, denotando que quanto mais alto a qualidade da GC, menor a utilização desse tipo de gerenciamento pela companhia.

Dechow et al. (2010, p. 379) investigaram variáveis utilizadas na literatura como indicativo de qualidade dos lucros. Dentre suas variáveis, o estudo analisou a GC como também fatores externos a companhia, concluindo que a percepção do que é qualidade depende do contexto da decisão.

## 2.2 MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROLE

A presente pesquisa se limita a analisar os seguintes mecanismos de controle: as previsões de analistas (Hsu & Huang, 2019; Lara et al., 2020; Santos et al., 2018; Yu, 2008); a presença de investidores institucionais (Correia, Amaral & Louvet, 2017; Jaimuk et al., 2020; Lara et al., 2020; Lel, 2019; Maria Junior, 2013; Santos et al., 2018; Yu, 2008) e; o *rating* de crédito (Iatridis, 2018; Tosun & Senbet, 2020; Yu, 2008).

### 2.2.1 Previsões dos Analistas

O desenvolvimento da linha de pesquisa sobre a avaliação e previsão dos lucros está diretamente relacionado com a importância dos lucros para o mercado de capitais como também para as diferentes áreas de pesquisa que utilizam tal informação (Watts & Zimmerman, 1986). Como na pesquisa de Ball e Brown (1968), que ao avaliar o impacto dos dados contábeis no mercado de capitais, aproximou a área contábil das linhas de pesquisa em finanças.

Dentre os estudos pioneiros na discussão da importância dos analistas de mercado de capitais, destacam-se Brown (1993) e Schipper (1991). Schipper (1991) revisa a literatura que analisou o trabalho dos analistas, lançando questionamentos sobre a atuação destes como intermediários da informação contábil. Por sua vez, Brown (1993) investigou as expectativas do mercado sobre as projeções dos analistas.

Martinez (2004) apresenta os analistas de mercado como agentes propagadores de informações. Estes profissionais coletam e consolidam as informações divulgadas, tanto de fontes quantitativas como qualitativas, para avaliar o desempenho da empresa, realizando previsões sobre os seus resultados futuros (Dechow & Schrand, 2004; Healy & Palepu, 2001; Martinez, 2004). Essas previsões afetam o ambiente informacional, influenciando no nível e na variabilidade dos preços dos títulos (Kothari, 2001). A função dos analistas de mercado assim como o seu papel na disseminação das informações das companhias permitem uma expansão do conteúdo informacional ao mercado, possibilitando assim que esse seja mais eficiente (Dechow & Schrand, 2004; Gu & Wu, 2003). Ademais, ao demandarem informações de alta qualidade, os analistas desempenham informalmente o papel de monitorar a qualidade dos lucros das companhias (Dechow & Schrand, 2004).

Segundo Martinez (2004), as previsões dos analistas são muito sensíveis às expectativas do mercado, às circunstâncias econômicas e aos fatores políticos. Ainda segundo o autor, as particularidades de cada ano auxiliam na explicação de um nível maior ou menor de acurácia dessas previsões, tornando a atividade do analista mais complexa em períodos de crise econômica e instabilidade política.

As investigações sobre a qualidade das estimativas dos analistas de mercado ramificam-se em duas linhas de pesquisa: as que analisam as previsões individuais dos analistas e aquelas que investigam o comportamento do consenso dessas estimativas (Kothari, 2001; Martinez, 2004). Além dessa ramificação, os estudos nessa temática utilizam-se de três prismas como métricas de análise: a investigação da acurácia, da dispersão e do viés das

previsões (Martinez, 2004). Acurácia é a tendência de uma previsão estar próxima do valor divulgado pela empresa (Martinez, 2004), sendo essa métrica utilizada inclusive para medir o desempenho dos analistas (Clement, 1999; Kothari, 2001). A dispersão representa a variabilidade das previsões realizadas pelos analistas que cobrem a mesma empresa, sendo essa métrica associada a uma maior qualidade das estimativas realizadas quando provem um conjunto mais uniforme de informações, facilitando a avaliação dessas previsões pelos investidores (Dechow & Schrand, 2004). Por fim, o viés na previsão se caracteriza quando esta se afasta sistematicamente do valor divulgado pela empresa, podendo ser positivo ou negativo (Gu & Wu, 2003).

As pesquisas seminais apontaram um viés positivo nas previsões dos analistas (Dechow & Schrand, 2004; Gu & Wu, 2003; Kothari, 2001; Schipper, 1991). No Brasil, os estudos evidenciaram desempenho fraco em termos de precisão e acurácia, alta dispersão e predomínio de um viés positivo (Dalmácio, Lopes & Sarlo Neto, 2013; Gatsios & Lima, 2014; Martinez, 2004, 2007; Martinez & Salim, 2004). Saito, Villalobos e Benetti (2008) ao evidenciar que as características das empresas e o seu ambiente informacional influenciam na acurácia e no viés das previsões, no estudo foi identificado diferenças entre os testes conduzidos em mercados desenvolvidos a aqueles conduzidos no mercado brasileiro. Segundo os autores, essa diferença pode ser explicada por três motivos: a falta de habilidade dos analistas brasileiros; a instabilidade macroeconômica no Brasil; ou aos resultados das empresas nos mercados desenvolvidos serem mais estáveis, a ponto de variáveis como o tamanho da empresa se significativos no modelo estatístico.

Martinez (2004) e Martinez e Salim (2004) identificaram como fatores que influenciam nos erros de previsão de consenso dos analistas: a quantidade de analistas que acompanham determinada empresa, a dispersão das estimativas e o tamanho da empresa analisada. Martinez (2004, 2007) verificou que à medida que a idade da previsão vai se reduzindo, ocorre uma melhora na acurácia das previsões, indicando que os analistas revisam e ajustam suas estimativas a valores mais próximos dos reais conforme se aproxima o período de publicação dos resultados da empresa.

Burgstahler e Eames (2006) e Matsumoto (2002) evidenciaram uma proporção anormal de empresas que conseguem atender ou superar (com pequenos erros positivos) as previsões dos analistas, sugerindo que os gestores adotaram práticas oportunistas para bater estes *benchmarks*. Bartov, Givoly e Hayn (2002) salientam que isso ocorre devido às empresas que conseguem atender ou superar as previsões dos analistas serem recompensadas com retornos diferenciados. Ainda segundo os autores, o mercado não identifica esses

*benchmarks* como resultado de manipulações, e sim como fruto de um contrato eficiente. Roychowdhury (2006) aponta que as empresas manipulam seus resultados por meio das decisões operacionais para evitar surpresas negativas. Ayress et al. (2006), Martins et al. (2016) e Novais, Borges Junior, Almeida e Bortolon (2018) verificaram uma associação significativa entre *accruals* discricionários e o atendimento de metas oriundas de previsões de analistas.

Por outro lado, Martinez (2011) e Yu (2008) evidenciaram os analistas como inibidores do GR, ao indicarem que quanto maior a cobertura dos analistas, menor é o AEM. Dentre outros aspectos investigados, Yu (2008) também observaram uma relação negativa entre investidores institucionais e o GR, evidenciando que tais investidores auxiliam no monitoramento dos resultados das organizações.

### **2.2.2. Investidores Institucionais**

Investidores institucionais são entidades que administram fundos captados de um grupo de pessoas com objetivos comuns e previamente definidos (Souza, 2016). Essas entidades (podendo ser fundos de pensão, empresas seguradoras, fundações ou bancos de investimento) dispõem de vultosos recursos mantidos com certa estabilidade, sendo destinados à reservas de risco e à renda patrimonial, dos quais parte é destinada ao mercado de capitais (Ferri & Soares, 2009).

Diferente dos investidores individuais, os investidores institucionais possuem mais recursos e incentivos para monitorar efetivamente as empresas (Jiambalvo, Rajgopal & Venkatachalam, 2002; Lev, 1988; Shleifer & Vishny, 1986). Esses dois tipos de investidores distingue-se no tamanho de suas participações, na experiência na coleta de informações e no monitoramento dos gestores (Elyasiani & Jia, 2010). O monitoramento é realizado dependendo das características do investidor institucional: investidores como bancos e seguradoras tendem a se tornar parceiros comerciais das empresas das quais investem, tornando-se mais sensíveis à pressão dos gestores; enquanto investidores como fundos de aposentadoria e fundos de investimento focam no desempenho da empresa, tendendo a serem menos sensíveis à pressão dos gestores (Brickley, Lease, & Smith, 1988; Elyasiani & Jia, 2010).

Bushee (1997) utiliza-se de características como o nível de diversificação da carteira de investimentos, do nível de giro dos papéis e da utilização da estratégia *momentum* (compra (venda) de ações de empresas que reportam boas (más) notícias em relação aos seus lucros)

para classificar os investidores institucionais. Classificando-os em temporários (alta diversificação, elevado giro de papéis e utilizam-se da estratégia *momentum*), dedicados (alta concentração, baixa rotatividade e não se utilizam da estratégia *momentum*) e quase indexados (alta diversificação, baixa rotatividade e negociação contrária ao *momentum*). Sendo que os investidores institucionais dedicados e os quase indexados tem mais probabilidade de assumirem o papel de monitoramento quando comparado com os investidores institucionais temporários (Bushee, 1997, 1998).

Outra categorização é apresentada por Elyasiani e Jia (2010), classificando os possíveis comportamentos dos investidores institucionais em monitoramento ativo, monitoramento passivo e em aliança com os gestores. No monitoramento ativo, os investidores institucionais objetivam a melhora do desempenho da empresa, exercendo influência suficiente para alterar a estrutura de governança como também o curso das ações da companhia (Bushee, 1997; Shleifer & Vishny, 1986). Chen, Harford e Li (2007) evidenciam que investidores institucionais orientados para o longo prazo se dedicam ao monitoramento ativo, com objetivo de influenciar na tomada de decisão em detrimento de negociar apenas com fins lucrativos.

O monitoramento passivo ramifica-se em duas possibilidades: agindo como investidores de curto prazo ao decidir manter ou vender ações a partir de necessidades de equacionar sua carteira, tendo uma relação positiva entre o tempo em posse da ação e o lucro contábil reportado (Bushee, 1997); ou então seguindo um índice como o Ibovespa ou o S&P500, permanecendo com ações da empresa enquanto a ação fizer parte da lista que compõe o índice escolhido (Elyasiani & Jia, 2010). Segundo Gaspar et al. (2013), os investidores institucionais que frequentemente entram e saem de posições de ações, possuem pouca influência no processo de tomada de decisão da empresa.

O comportamento dos investidores institucionais é caracterizado como o de aliança com os gestores quando esses investidores possuem relações comerciais com a empresa, estando assim mais propensos a votar apoiando os gestores em detrimentos dos interesses dos investidores minoritários (Cornett, Marcus, Saunders, & Tehranian, 2007). Os comportamentos de monitoramento ativo, passivo e de aliança com os gestores não são mutuamente exclusivos, porém um pode predominar sobre o outro (Elyasiani & Jia, 2010).

Bushee (1998) apresenta algumas vantagens e desvantagens da participação dos investidores institucionais na governança das empresas. Dentre as vantagens, o estudo aponta um melhor monitoramento e acesso às informações, uma melhor performance das ações da empresa no mercado e maior atratividade para investidores estrangeiros. Como desvantagens, o autor salienta o fato de investidores institucionais que realizam sua avaliação baseada no

curto prazo não consideram as estratégias de longo prazo, além do valor das ações da empresa poder ficar relacionado com as decisões de permanência desses investidores.

As pesquisas empíricas utilizam-se de diferentes formas para a construção de uma variável para mensurar os investidores institucionais: apurando o percentual de investidores institucionais em cada empresa em relação ao total dos investidores (Hsu, Venezia & Schrader, 2015; Jiambalvo, Rajgopal & Venkatachalam, 2002; Sousa, 2017); verificando a presença ou não desse tipo de investidor por meio de uma variável *dummy* (Ferri & Soares, 2009; Holanda, Rebouças & Coelho, 2013; Maria Junior, 2013); examinando o percentual de ações em posse do investidor institucional em relação ao total de ações da empresa (Grinstein & Michaely, 2005; Macedo et al., 2012; Michaely & Vincent, 2013). Grinstein e Michaely (2005) também apuraram o percentual das ações dos investidores institucionais em relação ao total de ações, porém se concentraram nos cinco investidores institucionais com maior participação em cada empresa. Bhojraj e Sengupta (2003) construíram a variável para investidores institucionais de forma análoga ao estudo de Grinstein e Michaely (2005), porém se focando nas ações ordinárias.

Utilizando-se da porcentagem de investidores institucionais em relação ao número total de acionistas, Hsu e Koh (2005), Koh (2007) e Rajgopal, Venkatacham e Jiambalvo (1999) evidenciaram que quanto maior a participação dos investidores institucionais menor é o AEM. Jalil e Rahman (2010) separaram os investidores institucionais em três grupos: i) bancos e seguradoras, ii) fundos de pensão, investimento e instituições estatais e, iii) empresas de participações. Seus resultados indicaram que apenas o grupo composto por empresas de participações foi capaz de diminuir os níveis de AEM.

Elyasiani, Wen e Zhang (2017) concluíram que os investidores institucionais com alta participação nas ações da empresa como também com foco no longo prazo são uma fonte de disciplina no mercado, ao auxiliarem no monitoramento para a mitigação do AEM. Não foi verificada a influência dos investidores institucionais nos níveis de AEM nos estudos nacionais (Coelho, Lopes, Bhimani & Trapp, 2011; Correia et al., 2017; Holanda et al., 2013; Maria Junior, 2013).

Os estudos de Sakaki, Jackson e Jory (2017), Gao, Shen, Li e Mao (2020) e Kałdoński, Jewartowski e Mizerka (2020) investigaram a relação entre os II e o REM. Esses estudos evidenciaram uma relação negativa entre o II e o REM, destacando que este tipo de investidor cumpre um papel de mecanismos externos de governança.



### 2.2.3. *Rating* de Crédito

As principais agências de *rating* são a *Standard & Poor's* (S&P), a *Moody's* e a *Fitch*, possuindo juntas, 90% do mercado mundial em termos de receita de vendas (Caouette, Altman & Narayanan, 2009; Vale, 2016). Embora cada uma dessas agências atribua uma definição para o *rating* de crédito, em todas o seu objetivo principal está em avaliar a capacidade de pagamento do tomador de crédito (Langohr & Langohr, 2008). Apesar dessas avaliações não representarem recomendações de compra, venda ou manutenção de títulos, inequivocamente, essas opiniões influenciam as decisões dos investidores no mercado financeiro (Vale, 2016).

Para Vale (2016), há um potencial conflito de interesse no fato da empresa avaliada pagar pela sua própria avaliação. A autora denota que uma sobrevalorização na avaliação pode ter objetivo de tornar perene o relacionamento dos clientes com a empresa de *rating*, ao passo que avaliações demasiadamente severas podem acabar afugentando clientes. Porém, Sinclair (2005) salienta que qualquer indício de corrupção nas avaliações diminuiria a reputação das agências e aniquilaria a base que sustenta seu negócio.

As agências de *rating* tem acesso a informações privadas das companhias, tornando-as intermediárias informacionais entre as empresas e o mercado (Bone, 2007; Dehaan, 2017; Jung, Sivaramakrishnan & Soderstrom, 2016). As classificações emitidas por essas agências fornecem informações aos investidores como também são utilizadas para regular os investidores institucionais (Opp, Opp & Harris, 2013). Cardoso (2000) salienta que esses últimos utilizam essas classificações tanto de forma complementar as suas próprias análises internas de avaliação de risco de crédito, como também na forma de um *benchmark* para aceitação de empresas que farão parte dos seus fundos. Ainda segundo o autor, a disseminação mundial dos *ratings* possibilita aos emissores um maior acesso a novos mercados, maior liquidez de seus papéis devido à confiança do investidor nas avaliações emitidas pelas agências, como também uma redução dos custos de capital desses emissores.

O *rating* pode ser utilizado como um mecanismo de GC ao propiciar maior transparência, comunicando ao mercado a qualidade creditícia das empresas (Bhojraj & Sengupta, 2003). Transparência essa que, somada a uniformidade das informações oriundas das avaliações dessas agências, possibilitam um maior desenvolvimento do mercado de capitais, aumentando a confiança e o interesse dos investidores por papéis com avaliações de *rating* (Bhojraj & Sengupta, 2003; Cardoso, 2000). O *rating* influencia inclusive na captação

de recursos financeiros das empresas, dando maior preferência à emissão de títulos de dívidas em detrimento de realizarem empréstimos bancários, especialmente em países desenvolvidos (Bone, 2007).

Dada a influência das classificações emitidas pelas agências de *rating* no mercado de capitais, pesquisas investigaram a utilização do GR com intuito de obter melhores resultados nessas avaliações. Liu, Subramanyam, Zhang e Shi (2018) evidenciaram que as empresas que utilizam o AEM têm 24% menos probabilidade de serem rebaixadas nas avaliações de *rating*, sendo que esse gerenciamento diminui quando há maiores restrições normativas como também maior monitoramento externo. Com foco na investigação do REM, Brown, Chen e Kim (2015) apontaram que empresas de manufatura utilizam essa estratégia com objetivo de afetarem as classificações de *rating*, em especial quando estão na fronteira especulativa de investimentos, isto é, quando estão com notas entre BBB e BB.

Ao investigar a utilização de ambas as estratégias de GR, Alissa et al. (2013) e Gounopoulos e Pham (2017) concluíram que as empresas investigadas utilizadas AEM como também o REM para atingirem melhores classificações de *rating*. Kim et al. (2013) apresentam em seus resultados que as empresas ao se aproximarem do período de avaliação para mudança de seus *ratings* de crédito tendem a aumentar o REM e diminuir a utilização do AEM. Ao investigar a qualidade do *rating*, Zhang (2020) evidenciou uma relação negativa entre o REM e essa medida de qualidade, sendo essa associação não verificada pelo AEM. O autor sugere que esse resultado se dá pelo fato de as agências de classificação conseguirem identificar o AEM, porém falharem em detectar o REM.

No Brasil, a pesquisa de Vasconcelos et al. (2008) ao investigar as companhias abertas brasileiras do período entre 1996 a 2006 evidenciaram a não existência de relação significativa entre AEM e a cobertura das empresas de *rating*. Miiller e Martinez (2016) apontaram que empresas que gerenciam seus resultados contábeis são penalizadas com um rebaixamento. Sibim, Campos e Colauto (2018) apresentaram em seus resultados uma relação inversa entre o AEM e os *ratings*, rejeitando a hipótese de que há uma relação positiva entre esse tipo de gerenciamento e as notas de *rating*.

### 2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E HIPÓTESES DA PESQUISA

Os primeiros estudos teóricos seminais amplamente reconhecidos na literatura sobre GR são os estudos de Healy (1985). Schipper (1989), Healy e Wahlen (1999) e Paulo (2007). Os autores definem o GR como sendo o processo de intervenção proposital tanto na autoria

dos relatórios financeiros como também na estruturação das transações, utilizando-se de julgamentos com o intuito de alterar a percepção dos *stakeholders* ou para influenciar em suas relações contratuais com o objetivo de benefício próprio. Watts e Zimmerman (1990) salientam que essa prática emerge do exercício do poder discricionário da gestão sobre as informações contábeis, visando a maximização do valor da empresa ou por oportunismo. Healy e Wahlen (1999) salientaram que para as pesquisas sobre GR fornecer um debate mais informativo, era necessário a investigação da extensão e da magnitude do gerenciamento, reconciliando as descobertas conflitantes como também identificando os fatores que limitam tais manipulações.

O primeiro modelo de detecção de GR foi desenvolvido por Eckel (1981). Por intermédio da relação linear entre receita de vendas e o lucro líquido contábil, o modelo do autor mede a suavização de resultados. Sendo a suavização dos resultados o processo de manipulação dos lucros com objetivo de reduzir suas flutuações através do tempo (Martinez, 2001). Além de investigar a suavização de resultados, os estudos supracitados também analisaram um tipo de GR conhecido como “*big bath*”. O GR conhecido como *big bath* ocorre quando os gestores propositalmente pioram os resultados do período corrente com objetivo de apresentar melhores resultados em períodos futuros (Eckel, 1981; Leuz et al., 2003; Martinez, 2001).

Além desses métodos citados, a literatura desenvolveu outros métodos de detecção do GR, como os modelos que identificam o AEM (DeAngelo, 1986; Dechow et al., 1995; Healy, 1985; Jones, 1991; Kang & Sivaramakrishnan, 1995; Pae, 2005) e o REM (Gunny, 2010; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Sendo esses dois métodos de manipulações aprofundadas a seguir.

### **2.3.1. Gerenciamento de Resultados por *Accruals* Discricionários**

A investigação dos AEM teve início com o estudo de Healy (1985). Os *accruals* originam-se da diferença entre o resultado contábil e o fluxo de caixa, dado que o regime de competência (*accruals basis*) almeja abranger os efeitos econômicos das transações e eventos do período (Paulo, 2007). Os *accruals* podem apresentar uma natureza não discricionária, ou seja, com objetivo de representação fidedigna, retratando a realidade do negócio, como também de natureza discricionária, isto é, com intuito de propiciar benefícios próprios para os gestores (DeAngelo, 1986; Martinez, 2001).

Assim a literatura sobre GR se desenvolveu na busca por modelos operacionais para detecção desse gerenciamento por meio dos *accruals* discricionários, como nos modelos de DeAngelo (1986), Jones Modificado de Dechow et al. (1995), Healy (1985), Jones (1991), Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Pae (2005), conforme apresentado na tabela 1.

**Tabela 1 - Modelos econométricos para detecção do Gerenciamento de Resultados por *Accruals* discricionários.**

| Autor(es)                                | Características  | Considerações   |
|--|--|---|
| Healy (1985)                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Introduziu o primeiro modelo para detecção do AEM.</li> <li>- Utiliza-se os <i>accruals</i> totais médios ponderados pelos ativos totais como medida dos <i>accruals</i> não-discricionários.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Por se basear em médias para mensuração dos <i>accruals</i> discricionários, o modelo não considera mudanças normais nas atividades operacionais como crescimento nas vendas,</li> <li>- Variações podem prejudicar as inferências, como oscilações nos preços dos produtos produzidos ou efeitos externos como períodos com inflações relevantes.</li> <li>- O modelo não controla a variável "tamanho da empresa".</li> </ul>  |
| DeAngelo (1986)                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Calcula os <i>accruals</i> não-discricionários por meio das diferenças entre <i>accruals</i> totais e os ativos totais, assumindo valor zero quando da não ocorrência de GR.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Apesar de o modelo utilizar-se dos <i>accruals</i> defasados em vez de médias para mensuração dos <i>accruals</i> discricionários, o modelo apresenta as mesmas considerações do estudo de Healy (1985).</li> </ul>  |
| Jones (1991)                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>- O modelo busca relaxar o pressuposto dos modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986) de que os <i>accruals</i> não-discricionários são constantes ao longo do período. Para isso o autor busca controlar os efeitos das mudanças no ambiente econômico sobre os <i>accruals</i> não-discricionários por meio da variação das receitas e dos montantes de imobilizado e diferido.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- As variáveis utilizadas para controle do ambiente econômico podem estar contaminadas pelo GR.</li> <li>- O modelo assume que as receitas não são manipuladas.</li> <li>- O modelo não controla os <i>accruals</i> discricionários relacionados aos custos e despesas, com exceção da depreciação e amortização.</li> <li>- Os saldos das contas Ativo Imobilizado e Ativo Diferido ponderados pelos ativos totais são utilizados como métrica para controle do tamanho da empresa. Não sendo um método que controla adequadamente essa variável, podendo tornar os coeficientes enviesados.</li> </ul> |
| Jones Modificado de Dechow et al. (1995) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- O modelo baseia-se em Jones (1991), porém adicionando a possibilidade de manipulação das vendas a prazo, acrescentando a variação das receitas e das contas a receber na análise.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- O modelo apresenta considerações semelhantes às de Jones (1991) com exceção ao fato de assumir a variação das vendas a prazo.</li> <li>- Paulo (2007) por meio de um exemplo da aplicação do modelo, denota que a diferença entre os <i>accruals</i> reais e estimados é exatamente a variação da conta "Clientes" multiplicada pelo coeficiente <math>\beta_1</math> da regressão (0,50) em cada período, evidenciando que o modelo não possui fundamentação econômica clara.</li> </ul>  |
| Kang e Sivaramakrishnan (1995)           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Os autores apontam que os modelos anteriores prediziam os componentes não gerenciados com números contábeis provavelmente afetados pelo GR.</li> <li>- Para minimizar os erros nas variáveis, o modelo inclui variáveis explicativas que refletem a realidade econômica corrente, sendo elas as contas contábeis que</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- As variáveis utilizadas, inclusive aquelas para controlar o ambiente econômico, podem estar contaminadas pelo GR.</li> <li>- A variação dos preços dos produtos produzidos e seus insumos ao longo do tempo pode prejudicar as inferências</li> <li>- O modelo não controla desempenhos extremos do fluxo de caixa e de resultados, semelhante aos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995).</li> <li>- Os resíduos podem ser correlacionados, devido à</li> </ul>  |

|            |  |   |
|------------|--|---|
|            | representam custos e despesas como também contas do Balanço Patrimonial para contrapor as mudanças dessas contas na estrutura patrimonial.   | auto reversão dos <i>accruals</i> em períodos seguintes.  |
| Pae (2005) | - O modelo busca aumentar o poder preditivo dos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) ao incluir variáveis que representam o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos <i>accruals</i> anteriores. | - A inclusão conjunta das variáveis fluxos de caixa corrente e defasado podem apresentar problemas de especificação<br>O modelo incorpora parte das críticas do modelo de Jones (1991)<br>- As variáveis utilizadas para controlar o ambiente econômico podem estar contaminadas pelo GR.<br>- A variação dos preços em seus produtos e insumos ao longo do tempo pode prejudicar as inferências.<br>- O modelo considera as receitas como não gerenciadas. |

Fonte: Elaborado pelo autor, baseado em Martinez (2001) e Paulo (2007)

Os *accruals* podem ser gerenciamentos não somente com objetivos oportunistas, mas também com intuito de alcançar um reconhecimento informacional mais fidedigno. Estudos que investigaram o GR nesse escopo, evidenciaram em suma, um aumento da qualidade informacional. Como nos estudos que identificaram a utilização dos *accruals* com o intuito de eliminar problemas de temporalidade no fluxo de caixa operacional, reduzindo a variabilidade dos resultados (Dechow, 1994; Pae, 2005; Subramanyam, 1996).

Sendo o estudo pioneiro na investigação do GR no Brasil, Martinez (2001) apresenta que o gerenciamento não decorre exclusivamente da manipulação das contas de resultados, mas também por decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa. Esse REM afetam os *accruals*, por isso, devem ser considerados ao estimar os *accruals* discricionários e não discricionários (Paulo, 2007).

Conforme apresentado, a GC e os mecanismos externos de controle (representado pelas previsões de analistas, presença de investidores institucionais e *rating* de crédito) objetivam fornecer maior transparência, controle e informações mais fidedignas aos investidores. Suscitando investigações sobre os efeitos desses mecanismos de controle como inibidores do AEM, fomentando então a primeira hipótese deste estudo:

**H1 - A Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle influenciam negativamente o Gerenciamento de Resultados por meio dos *accruals* discricionários.**

### 2.3.2. Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais

O REM diferencia-se do AEM, pois o primeiro impacta o fluxo de caixa operacional da entidade, distanciando-se das práticas operacionais normais da entidade (Roychowdhury, 2006). Graham, Harvey e Rajgopal (2005) recomendam que os estudos sobre AEM deveriam abranger também a investigação das REM, dado que a última é popular entre os gestores. Os gestores que buscam gerenciarem seus resultados veem uma vantagem do REM devido a dificuldade em sua detecção quando comparado com o AEM (Graham et al., 2005; Gunny, 2010; Roychowdhury, 2006), dado que a manipulação por meio dos *accruals* discricionários é mais detectável pelo mercado, auditoria e órgãos reguladores (Graham et al., 2005).

Os modelos que investigam o REM evidenciam os níveis normais das atividades operacionais, sendo erro da estimativa o que representa o nível anormal, utilizado como *proxy* para identificação para esse tipo de gerenciamento (Paulo, 2007). Os estudos de Roychowdhury (2006), Gunny (2010) e Zang (2012) são amplamente difundidos como modelos na investigação do REM, nesses estudos foram investigados esse tipo de manipulação por meio de *proxies* das atividades operacionais das firmas.

Roychowdhury (2006) aponta que o REM ocorre quando a empresa possui uma estruturação operacional pré-definida e a modifica para atender a metas de lucro no curto prazo, implicando em consequências diretas no fluxo de caixa. O autor ainda chama a atenção para a possibilidade de essas manipulações afetarem negativamente os fluxos de caixa em períodos futuros, como no caso dos descontos oferecidos para impulsionar os lucros, estes podem fazer com que os clientes fiquem na espera dos mesmos descontos em períodos futuros, ocasionando em entradas de caixa reduzidas nas vendas futuras.

O estudo de Roychowdhury (2006) evidenciou que o REM é realizado por meio do aumento das vendas através do fornecimento de descontos e/ou critérios de crédito menos rigorosos, da produção acima do necessário para suprir a demanda (para assim diluir os custos fixos e diminuir os custos dos produtos vendidos) e da diminuição das despesas discricionárias para assim melhorar as margens em um dado período (exemplo de despesas com P&D, publicidade, manutenção entre outras).

Gunny (2005) investigou o REM por meio da redução das despesas discricionárias, do aumento das receitas (através do fornecimento de descontos e prazos de créditos) e das vendas de ativos para obtenção de ganhos. No estudo foi evidenciado que empresas que realizam tais manipulações possuem um retorno sobre os ativos menor do que aquelas que não realizam tais manipulações. A autora evidenciou também que as empresas que ingressaram no REM apresentaram um menor ROA, tamanho e crescimento da organização no ano subsequente.

O estudo de Martinez e Cardoso (2009) foi o primeiro estudo no Brasil a investigar o REM. Os autores analisaram se as empresas manipulavam seus resultados tanto por meio do REM como também através do AEM. Seus resultados evidenciaram que as empresas gerenciam seus resultados por ambos os métodos, sendo inclusive em alguns casos negativamente correlacionados. Além disso, os autores denotaram que as empresas que não manipulavam seus resultados por *accruals* discricionários eram as mais prováveis de gerencia-los por meio das decisões operacionais.

Dado a maior dificuldade de detecção do REM quando comparado com o AEM (Graham et al., 2005; Gunny, 2010; Roychowdhury, 2006). É pertinente a investigação se a GC e os mecanismos externos de controle são capazes de detecção e inibir esse tipo de gerenciamento, suscitando a segunda hipótese da presente pesquisa:

## **H2 - A Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle influenciam o Gerenciamento de Resultados por meio das decisões operacionais.**

### **2.3.3. Trade-off entre as estratégias de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários e decisões operacionais**

O GR pode ser realizado de duas formas: por meio da manipulação dos *accruals* discricionários ou através do gerenciamento das decisões operacionais (Schipper, 1989; Healy & Wahlen, 1999; Martinez & Cardoso, 2009; Cohen et al., 2008; Chen, 2009; Cohen & Zarowin, 2008, 2010; Gunny, 2010; Badertscher, 2011; Zang, 2012). Zang (2012) evidenciou que os gestores alternam essas duas estratégias (fenômeno esse chamado de *trade-off*), sendo que a investigação de uma dessas de forma isolada não leva a conclusões consistentes. Seus resultados apresentam que as empresas optam por diferentes estratégias de forma preditiva, dependendo do ambiente operacional e contábil onde a companhia se encontra.

O REM impacta o fluxo de caixa das organizações, o AEM por sua vez, não apresenta necessariamente esse efeito (Badertscher, 2011; Cohen & Zarowin, 2010; Graham et al., 2005; Gunny, 2010; Roychowdhury, 2006). Sendo que o REM é utilizado durante o exercício social da empresa, enquanto o AEM é realizado entre o fim do exercício social e a data de publicação das demonstrações financeiras (Cupertino, 2013; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). Essa diferença temporal possibilita a gestão, realizar o AEM após o encerramento do exercício com base nos resultados gerados por meio do REM aplicado durante o período (Zang, 2012). Isso torna o AEM atraente para os gestores, dado que quando esse tipo de

gerenciamento é realizado, o montante necessário a ser manipulado para alcançar as metas de resultados estipuladas é conhecido (Gunny, 2010).

Badertscher (2011) e Graham et al. (2005) argumentam que os gestores optam pelo REM por este ser menos propenso ao exame de auditores e reguladores. Apesar de mais detectável, o gestores optam pelo AEM devido a esta estratégia ser considerada menos dispendiosa, ou seja, consome uma quantidade menor de recursos, quando comparada ao REM (Badertscher, 2011; Chen, 2009). Sendo o REM operacionalizado conforme a percepção da gestão quanto a desdobramento do ciclo operacional da entidade, podendo ser alterado continuamente, conforme a atividade produtiva (Cupertino, 2013; Roychowdhury, 2006). Por sua vez, o AEM é realizado por meio da alteração nas estimativas adotadas no reconhecimento de transação nas demonstrações contábeis (Roychowdhury, 2006).

Segundo Zang (2012), os gestores realizam a EC entre as estratégias de GR em função dos seus custos relativos. A autora então elenca os elementos que torna cada uma das estratégias mais onerosa. Os elementos que influenciam para um REM mais oneroso para a companhia são: o seu *Market Share*, sua saúde financeira, a participação de investidores institucionais e a sua taxa marginal de imposto. Enquanto o custo para se aplicar o AEM é influenciado por: ser auditada por uma *big8*, pela experiência do auditor, pela extensão do ativo operacional líquido, pela duração do ciclo operacional da companhia e pela aplicação da lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). Sendo esta última também verificada pelo estudo de Cohen et al. (2008), que evidenciaram um aumento significativo no REM e uma diminuição do AEM após a aplicação da lei *Sarbanes-Oxley* em 2002.

Ao investigar as companhias abertas brasileiras, Cupertino (2013) evidenciou que *trade-off* é condicionado pelos custos relativos de cada estratégia de GR. Evidenciando que empresas em setores com competição mais acirrada, assim como com a saúde financeira precária, tendem a optar pelo AEM, porém, observe-se uma propensão menor a utilizar essa estratégia quando há uma baixa flexibilidade contábil.

Chen (2009) evidenciou que os gestores enfrentam um *trade-off* entre gerenciar os resultados para entregar ganhos no curto prazo ou tomar decisões ótimas com consequências no longo prazo. Segundo o autor, quando as perspectivas de crescimento da empresa são boas, ela tende a utilizar-se do AEM ao invés do REM, enquanto aumentará oportunisticamente o nível de investimentos, com intuito de relatar resultados futuros maiores. Zang (2012) salienta que as empresas com excesso de GR em anos anteriores tendem a utilizar-se do REM em detrimento da AEM.



Embora o *trade-off* entre as estratégias incorre em diferentes custos, Badertscher (2011) denota que os incentivos líquidos, sendo estes o benefícios menos os custos, são o determinante para a escolha dos gestores entre os mecanismos de gerenciamento. Por isso, é pertinente a investigação se os mecanismos externos de controle assim como as características da governança incentivam o *trade-off* entre as estratégias de GR, suscitando a terceira hipótese da presente pesquisa.

H3 - A Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle influenciam no *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de resultados.

A descrição dos procedimentos metodológicos assim como os modelos econômicos utilizados na presente pesquisa será apresentada no próximo capítulo.

### 3 DESIGN METODOLÓGICO

#### 3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população da presente pesquisa foi composta pelas 355 empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores do Brasil (B3), se limitando a um recorte longitudinal de 2010 a 2019, totalizando assim 3550 observações. Esse recorte populacional e temporal se deu, pois, a variável governança corporativa é construída tendo por base o formulário de referência exigido pela CVM, sendo este obrigatório a partir de 2010.

Os dados necessários para a elaboração do índice de GC, que será descrito a sua elaboração dos tópicos subsequentes, foram coletados por de consulta nos formulários de referência das empresas e nos sites das empresas. Para mensuração do GR foi utilizado a base de dados *Econômica*®. Além da base supracitada, a investigação da acurácia na previsão dos analistas utilizou também da base *I/B/E/S*® da *Thomson ONE Analytics*®. Os investidores institucionais foram identificados primeiramente captando os três maiores acionistas das empresas, através da base *Econômica*®, e em seguida utilizando as bases do site da CVM, da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e da Previdência Social para identificar quais desses investidores são institucionais. Por fim, o *rating* de crédito foi coletado da base *I/B/E/S*® da *Thomson ONE Analytics*®.

Para a construção e análise do índice do GC foi realizada utilizando-se de todas as 355 da B3, porém, para investigar o GR foi necessário retirar da amostra as empresas que não possuíam todos os dados no período da pesquisa, como também foram removidos os outliers. Assim, a amostra da presente pesquisa para a investigação do GR foi composta por 177 empresas, totalizando 1770 observações.

#### 3.2 MODELOS DE DETECÇÃO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O presente tópico objetiva descrever a operacionalização dos modelos para identificação do AEM, do REM e, por fim, do modelo que identifica o *trade-off* entre essas duas estratégias de GR, detalhando as técnicas escolhidas como também justificando as escolhas realizadas.

##### **3.2.1 Detecção de Gerenciamento de Resultados por meio dos *Accruals* Discricionários.**

O modelo escolhido para identificação dos *accruals* discricionários foi o de Paulo (2007), conforme utilizado por (Rodrigues, 2012; Duarte, 2016; Mota, 2018; Rodrigues & Niyama, 2018). Rodrigues e Niyama (2018) salientam que o modelo proposto por Paulo controla diversas limitações de especificação e controle que os modelos anteriores não contemplavam. Paulo (2007) denota que o melhor modelo para mensuração do GR deve ser escolhido por meio de seu poder preditivo que é verificado por meio do R<sup>2</sup>. Após realizar testes comparando com os modelos propostos na literatura, o autor evidenciou que seu modelo se mostrou superior.

Para a construção do modelo de Paulo (2007) é necessário primeiramente estimar os *accruals* totais, tornando-se estes uma variável dependente da regressão com intuito de captar as manipulações discricionárias. A mensuração dos *accruals* totais podem ser realizada pela abordagem de balanço, conforme realizado nos estudos de (Healy, 1995; Jones, 1991; Pae, 1995; Martinez, 2001; Paulo, 2007; Rodrigues, 2012).

$$TA_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - Depr_{it} \quad (1)$$

Onde:

$TA_{it}$ : *Accruals* totais da empresa i no período t;

$\Delta AC_{it}$ : Variação do ativo circulante da empresa i do período t-1 para o período t;

$\Delta Disp_{it}$ : Variação das disponibilidades da empresa i do período t-1 para o período t;

$\Delta PC_{it}$ : Variação do passivo circulante da empresa i do período t-1 para o período t;

$\Delta Div_{it}$ : Variação das dívidas de curto prazo (empréstimos/financiamentos e debêntures) da empresa i do período t-1 para o período t;

$Depr_{it}$ : Total das despesas com depreciação, amortização e exaustão da empresa i no período t;

Após a mensuração dos *accruals* totais, aplica-se o modelo de Paulo (2007) onde os *accruals* discricionárias são os resíduos da equação. Sendo que, quanto mais distante de zero, maior a magnitude do GR, podendo assumir valores positivos ou negativos, indicando a manipulação para melhora ou piora dos resultados respectivamente. O modelo de Paulo (2007) pode ser apresentado da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
TA_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 RL_{it} + \alpha_2 AI_{it} + \alpha_3 FCO_{it} + \alpha_4 LL_{it} + \alpha_5 LL_{it}^2 + \alpha_6 \Delta LL_{it-1} \\
& \alpha_7 D\Delta LL_{it-1} + \alpha_8 \Delta LL_{it-1} * D\Delta LL_{it-1} + \alpha_9 TA_{it-1} + \\
& \alpha_{10} ab\_Prod_{it} + \alpha_{10} ab\_Desp_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned} \tag{2}$$

Onde:

- $TA_{it}$ : Accruals totais da empresa i no período t;  
 $RL_{it}$ : Receita líquida da empresa i no período t;  
 $AI_{it}$ : Ativo imobilizado da empresa i no período t;  
 $FCO_{it}$ : Fluxo de caixa operacional da empresa i no período t;  
 $LL_{it}$ : Lucro líquido contábil da empresa i no período t;  
 $\Delta LL_{it}$ : Variação no lucro líquido contábil da empresa i do período t-2 para o período t-1 escalonada pelo valor do ativo total do período t-2;  
 $D\Delta LL_{it}$ : Variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do período t-2 para o período t-1, assumindo valor 1 se  $\Delta LL_{it} < 0$ , e 0 nos demais casos;  
 $TA_{it-1}$ : *Accruals* totais da empresa i no período t-1;  
 $ab\_Prod_{it}$ : Comportamento anormal dos custos de produção da empresa i no período t;  
 $ab\_Desp_{it}$ : Comportamento anormal das despesas operacionais da empresa i no período t;  
 $\varepsilon_{it}$ : Erro do modelo de regressão (resíduo);  
 $\alpha_j$ : Parâmetros da regressão.

Todas as variáveis são escalonadas pelos ativos totais no início do período (t-1)

Após a identificação do AEM, a presente pesquisa prosseguirá com suas investigações com a identificação das manipulações por meio das decisões operacionais, dado que estas podem ser utilizadas pelos gestores devido a maior dificuldade de detecção desse tipo de GR (Graham et al., 2005; Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006).

### 3.2.2 Detecção de Gerenciamento de Resultados por meio das Decisões Operacionais

Para analisar o REM, a presente pesquisa utilizou-se dos modelos propostos por Roychowdhury (2006), conforme utilizado nos estudos de Paulo (2007), Gunny (2010), Badertscher (2011), Zang (2012) e Cupertino (2013). Esses modelos mensuram os níveis normais de atividade de uma empresa, sendo o erro de estimação (resíduo) representante do

nível anormal, ou seja, a *proxy* para o REM. Roychowdhury (2006). Mensura o REM por meio de três abordagens: dos custos de produção, das despesas discricionárias e do fluxo de caixa das operações. Essa última abordagem não será utilizada neste estudo, pois segundo Zang (2012), a discricionariedade do FCO pode causar efeitos em diferentes sentidos no sinal do fluxo de caixa, resultando em um efeito líquido ambíguo.

Para estimar o REM por meio do comportamento anormal das despesas discricionárias utilizou-se do seguinte modelo:

$$Desp_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

- $Desp_{it}$ : Despesas discricionárias da empresa i no ano t;
- $A_{it-1}$ : Ativo total da empresa i ao final do ano t-1;
- $R_{it}$ : Receita operacional líquida da empresa i no ano t;
- $\varepsilon_{it}$ : Erro do modelo de regressão (resíduo);
- $\alpha_j$ : Parâmetros da regressão.

Todas as variáveis são escalonadas pelos ativos totais no início do período (t-1)

O modelo mensura o nível de despesas discricionárias existentes dentro das despesas com vendas, administrativas e gerais do período em função das receitas líquidas correntes. Partindo da premissa que as empresas aumentam seus ganhos relatados ao reduzirem suas despesas discricionárias.

O nível anormal de custos de produção foi mensurado conforme o seguinte modelo:

$$Prod_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 \Delta R_{it} + \alpha_4 \Delta R_{it-1} \quad (4)$$

Onde:

- $Prod_{it}$ : Custo de produção da empresa i no ano t;
- $A_{it-1}$ : Ativo total da empresa i ao final do ano t-1;
- $R_{it}$ : Receita operacional líquida da empresa i no ano t;
- $\Delta R_{it}$ : Variação da receita operacional líquida da empresa i no ano t;
- $\Delta R_{it-1}$ : Variação da receita operacional líquida da empresa i no ano t-1;
- $\varepsilon_{it}$ : Erro do modelo de regressão (resíduo)
- $\alpha_j$ : Parâmetros da regressão.

Todas as variáveis são escalonadas pelos ativos totais no início do período (t-1)

O custo de produção apresentado no modelo é calculado pela soma do custo dos produtos vendidos (CPV) e a variação nos estoques (Roychowdhury, 2006). Esse modelo parte da premissa que as empresas podem exercer a superprodução, ocorrida ao produzir mais do que a quantidade necessária para atender a demanda de vendas e os níveis normais de estocagem. O excesso de produção permite uma diluição dos custos fixos, reduzindo no final do período o CPV (Roychowdhury, 2006).

Após a captação do comportamento anormal das despesas discricionárias assim como dos custos de produção, um modelo agregado é aplicado. Cohen e Zarowin (2010) e Zang (2012) aplicaram um modelo agregado que, baseado nos achados de Roychowdhury (2006), estipula que quando da ocorrência de REM, espera-se altos níveis de despesas discricionárias anormais e baixos níveis de custos de produção anormais, conforme a equação:

$$REM_{it} = Ab\_Prod_{it} + (Ab\_Desp_{it} * -1) \quad (5)$$

Onde:

$REM_{it}$ : *Proxy* para captação das manipulações com decisões operacionais da empresa i no ano t;

$Ab\_Prod_{it}$ : Comportamento anormal dos custos de produção da empresa i no ano t;

$Ab\_Desp_{it}$ : Comportamento anormal das despesas discricionárias da empresa i no ano t;

Zang (2012) salienta que investigar o REM ou AEM de forma isolada não leva a conclusões consistentes, dado que os gestores alternam entre as duas estratégias de gerenciamento. Por isso, após a captação das manipulações por ambas as estratégias, a presente pesquisa prosseguirá com a investigação das motivações para o *trade-off* entre as estratégias de GR.

### 3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

Esse tópico objetivo apresentar as variáveis independentes utilizadas para responder ao objetivo do presente estudo, justificando suas escolhas como também apresentando as limitações quanto a coleta dos dados.

### 3.3.1 Variáveis de Governança Corporativa e dos Mecanismos Externos de Controle

#### 3.3.1.1. Índice de Governança Corporativa

A GC foi mensurada no presente estudo por meio do modelo desenvolvido por Leal et al. (2015). O modelo é composto por 20 perguntas que abrangem 4 dimensões, sendo elas: o *disclosure* (ou divulgação); a composição do conselho e o seu funcionamento; ética e conflitos de interesse e; direitos dos acionistas. Cada pergunta ganha uma pontuação de: 1 ponto para a resposta "sim"; 0,5 se atende parcialmente e; 0 se a resposta for "não". Após apurar essa pontuação da companhia, o índice de GC é calculado conforme equação 8.

$$GC_{ti} = \frac{\text{Pontuação da empresa (valor de 0 a 20)}_{ti}}{20} * 10 \quad (6)$$

Os dados foram coletados por meio do formulário de referência disponibilizado no site da CVM como também de informações contidas nos sites das companhias.

**Tabela 2 - Instrumento de medição do índice de Governança Corporativa**

| Questão  | Critério de Pontuação  | Fonte              |
|--|--|--------------------|
| <i>Disclosure</i>  |  |                    |
| 1. A empresa divulga informações sobre suas políticas como também seus mecanismos estabelecidos para lidar com conflitos de interesse e/ou transações com partes relacionadas? | 0 se a empresa não divulga tais informações; 0,5 se divulga parcialmente; 1 se divulga de forma substancial                                      | CVM FR item 12.3/4 |
| 2. A empresa divulga separadamente os valores pagos aos executivos e aos conselheiros, como também separando a remuneração variável da fixa?                                   | 0 se a empresa não apresenta nenhuma dessas duas separações em suas divulgações; 0,5 se apresenta apenas uma; 1 se apresenta as duas separações. | Site Com Dinheiro  |
| 3. A empresa apresentou algum parecer de auditor independente com ressalva nos últimos cinco anos?   | 0 se sim; 1 se não   | CVM item DFP       |
| 4. O site da empresa tem uma seção de relação com investidores que contém seu relatório anual?   | 0 se não; 1 se sim   | Site da empresa    |
| 5. O site da empresa contém as apresentações realizadas para analistas financeiros?  | Devendo as apresentações referir-se, pelo menos, ao último trimestre do ano anterior.<br>0 se não; 1 se sim                                      | Site da empresa    |
| 6. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?   | A informação deve ser substancial, não apresentando apenas a participação no conselho e estrutura de propriedade.<br>0 se não; 1 se sim          | Site da empresa    |
| <b>Composição do Conselho e o seu Funcionamento</b>  |  |                    |
| 7. O presidente do conselho de administração e o CEO são pessoas diferente?  | 0 se não; 1 se sim   | Site ComDinheiro   |

(Continua)

| (Continuação)  |  |                                     |
|--|--|-------------------------------------|
| 8. A empresa tem comitês que divulgam informações ao público, como estatuto da empresa, relatório anual, site, FR?   | 0 se não; 1 se sim   | Site<br>ComDinheiro                 |
| 9. O conselho é composto de conselheiros externos, com a exceção do CEO?   | 0 se não; 1 se sim   | Site<br>ComDinheiro                 |
| 10. O tamanho do conselho está entre 5 e 11 membros, conforme recomendação do Código das Melhores Práticas do IBGC?  | 0 se não; 1 se sim   | CVM FR<br>item12.3                  |
| 11. Os conselheiros têm mandatos de até dois anos consecutivos, conforme recomendação do Código das Melhores Práticas do IBGC?   | 0 se não; 1 se sim   | CVM FR<br>item12.3                  |
| <b>Ética e Conflito de Interesse</b>   |  |                                     |
| 12. O percentual de ações sem direito a voto é igual ou menor que 20%?   | 0 se não; 1 se sim   | Site<br>ComDinheiro                 |
| 13. O percentual de ações votantes do bloco de controle é igual ou menor do que a de todos os outros tipos de ações?   | 0 se não; 1 se sim   | Site<br>ComDinheiro                 |
| 14. Os empréstimos ao acionista controlador ou outras partes relacionadas são proibidos?   | 0 se não; 1 se sim   | Site da empresa /<br>CVM item FR 16 |
| 15. O estatuto social facilita a participação do acionista em assembleias gerais por: a) não exigir anterior remessa de documentação que comprove a condição de acionista e; b) adota o princípio da boa-fé?         | 0 se não atende nenhuma das duas condições; 0,5 se atende apenas uma; 1 se atende as duas condições  | Site da empresa                     |
| <b>Diretos dos acionistas</b>  |  |                                     |
| 16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) a empresa admite um voto a cada ação, de qualquer tipo; b) a empresa concede o direito de voto aos acionistas não votantes nas decisões de maior impacto. | 0 se ações sem direito a voto não votam; 0,5 se a empresa reconhece o direito de voto às ações sem direito a voto em decisões de maior impacto ou se a empresa dá direito a voto, mas apresenta limites de voto por ações de acionistas ou tem <i>golden shares</i> ; 1 concessão de uma ação, um voto | Site da empresa                     |
| 17. A empresa concede os direitos de oferta obrigatória, além do que é legalmente exigido?   | 0 se nenhum direito além dos direitos legais for concedido; 0,5 se a empresa estende os direitos extras de oferta obrigatória para ações com ou sem direito a voto, mas não ambas; 1 se a empresa estende a oferta para ações com e sem direito a voto, se houver.                                     | Site Com<br>Dinheiro                |
| 18. O controle da empresa é direto?  | 1 se o acionista controlador direto, é um indivíduo, investidor institucional, entidade estrangeira, o estado ou uma companhia completamente possuída de um dos tipos de proprietário anterior; 0, caso contrário.   | Site Com<br>Dinheiro                |
| 19. Os acordos de acionistas abstêm-se de dirigir ou restringir o direito de voto de qualquer membro do conselho ou a partir de nomeação de algum administrador?   | 0 se não; 1 se sim   | CVM FR item<br>12.3                 |
| 20. O <i>free float</i> é igual ou superior a 25%, conforme exigido pela BM&FBovespa?  | 0 se não; 1 se sim   | Site Com<br>Dinheiro                |



Nota: CVM FR: Formulário de referência da empresa armazenado no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas.

Fonte: Kawai (2017) e Leal et al. (2015).

### 3.3.1.2. Mecanismos Externos de Controle

A presente pesquisa utiliza como mecanismos externos de controle das companhias a acurácia nas previsões dos analistas, a presença de investidores institucionais e o *rating* de crédito.

A acurácia na previsão dos analistas foi mensurada através do erro de previsão, conforme utilizado nos estudos de Martinez (2004), Saito et al. (2008), Dalmácio et al. (2013), Martins et al. (2016) e Novais et al. (2018). Sendo esse modelo de mensuração dos erros de previsão mensurado conforme equação 9.

$$ErroDePrev_{it} = \frac{LPA_{real} - LPA_{previsto}}{LPA_{real}} \quad (7)$$

Onde:

*ErroDePrev*: Erro de previsão;

*LPA<sub>real</sub>*: *Proxy* Lucro por ação real;

*LPA<sub>previsto</sub>*: Lucro por ação médio, previsto a partir do consenso dos analistas.

O erro de previsão dos analistas pode ser negativo ou positivo. Quando positivo, significa que o lucro previsto foi superior que o lucro real, ou seja, que a empresa não atingiu o consenso da previsão dos analistas. Quando negativo, significa que a empresa superou o consenso da previsão dos analistas. Sendo então que quanto mais próximo de zero, maior a acurácia da previsão e quanto mais distante de zero, menos precisa foi a previsão. As previsões dos analistas serão coletadas por meio da base *I/B/E/S* da *Thomson ONE Analytics* enquanto os lucros reais serão coletados na base *Economática*.

A mensuração da presença de investidores institucionais na presente pesquisa será realizada conforme Ferri e Soares (2009). Primeiramente os autores utilizaram-se da base *Economática* para obter uma listagem dos três maiores acionistas de cada empresa. Em seguida, investigaram se esses investidores são institucionais, realizando tal consulta no site da CVM, da SUSEP e da Previdência Social. Sendo por fim, é construída uma variável dicotômica (*dummy*) constituída por: "0" caso não houver a presença de investidores institucionais e; "1" caso houver a presença de investidores institucionais.

Por fim, o *rating* de crédito teve sua mensuração baseada na classificação elaborada no estudo de Miiller e Martinez (2016), conforme tabela 3. A classificação elaborada pelos autores utiliza-se dos ratings da *S&P*, da *Fitch* e da *Moody's*, subdividindo as empresas classificadas em 22 *ratings*. A presente pesquisa utilizou a classificação realizada no estudo de Miiller e Martinez (2016): utilizando as 22 classificações conforme apresentando na tabela 3. Os dados foram coletados por meio da base *Bloomberg*®.

**Tabela 3 - Classificação de *Rating* de Crédito**

|                      | <b>S&amp;P</b> | <b>Fitch</b> | <b>Moody's</b> | <b>Classificação</b> |
|----------------------|----------------|--------------|----------------|----------------------|
| Grau de Investimento | AAA            | AAA          | Aaa            | 22                   |
|                      | AA+            | AA+          | Aa1            | 21                   |
|                      | AA             | AA           | Aa2            | 20                   |
|                      | AA-            | AA-          | Aa3            | 19                   |
|                      | A+             | A+           | A1             | 18                   |
|                      | A              | A            | A2             | 17                   |
|                      | A-             | A-           | A3             | 16                   |
|                      | BBB+           | BBB+         | Baa1           | 15                   |
|                      | BBB            | BBB          | Baa2           | 14                   |
|                      | BBB-           | BBB-         | Baa3           | 13                   |
| Grau Especulativo    | BB+            | BB+          | Ba1            | 12                   |
|                      | BB             | BB           | Ba2            | 11                   |
|                      | BB-            | BB-          | Ba3            | 10                   |
|                      | B+             | B+           | B1             | 9                    |
|                      | B              | B            | B2             | 8                    |
|                      | B-             | B-           | B3             | 7                    |
|                      | CCC+           | CCC+         | Caa1           | 6                    |
|                      | CCC            | CCC          | Caa2           | 5                    |
|                      | CCC-           | CCC-         | Caa3           | 4                    |
|                      | CC             | CC           | Ca             | 3                    |
|                      | C              | C            | C              | 2                    |
|                      | D              | D            |                | 1                    |

Fonte: (Miiller e Martinez (2016))

### 3.3.2 Variáveis de controle

Com intuito de investigar a influência das variáveis independentes de forma isolada, o presente estudo incluiu em seu modelo empírico variáveis de controle. A escolha dessas variáveis baseou-se nos estudos que também investigaram o *trade-off* entre as estratégias de GR, a exemplos de Cupertino (2013), Dani (2019), Mota (2018), Souza (2019), Zang (2012).

O retorno dos ativos (ROA) pode influenciar a relação entre o GR e o desempenho da empresa. Dechow et al. (1995) destacam que empresas com altos níveis de ROA possuem

menores níveis de AEM. Ao tratar do REM, Zang (2012) evidenciou o ROA como positivamente relacionado com as despesas anormais de P&D e negativamente associado com o gerenciamento pelos custos de produção. Exemplos de estudos que utilizaram essa variável são Bowen et al. (2008), Catapan et al. (2013), Chen e Soileau (2014), Joia e Nakao (2014).

**Tabela 4 - Variáveis de controle**

| Variável | Descrição            | Métrica   | Autores de Base   |
|----------|----------------------|---|---|
| ROA      | Retorno sobre ativos | $\frac{\text{Lucro antes de itens extraordinários}_{it}}{\text{Ativo total}_{t-1}}$     | Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008), Catapan, Colauto e Barros (2013), Chen e Soileau (2014), Dechow et al. (1995), Joia e Nakao (2014) e Zang (2012). |
| ALAV     | Alavancagem          | $\frac{\text{Total das dívidas de curto e longo prazo}_{it}}{\text{Ativo total}_{t-1}}$ | Bowen et al. (2008), Catapan et al. (2013), Gu, Lee e Rosett (2005), Joia e Nakao (2014), Schipper (1989).  |
| TAM      | Tamanho              | $\text{Log}(\text{Ativo Total}_{it})$   | Catapan et al. (2013), Chen e Soileau (2014), Gu et al. (2005), Joia e Nakao (2014) e Watts e Zimmerman (1978).   |

Fonte: Elaborado pelo autor

Watts e Zimmerman (1986) denotam que empresas mais endividadas estão mais propensas a utilizar de métodos contábeis para aumentarem a sua lucratividade. Sendo que os gestores utilizam-se da discricionariedade para realizar EC visando aumentar seus lucros (Gu et al., 2005). Estudos investigaram a relação entre a alavancagem e o GR, apontando que altos níveis de endividamento incentivam a manipulação positiva de resultados com intuito de evitar a violação de cláusulas contratuais de dívidas (Bowen et al., 2008; Catapan et al., 2013; Joia & Nakao, 2014; Schipper, 1989).

O tamanho das empresas pode exercer influências sobre seus resultados, conforme investigado nos estudos de Catapan et al. (2013), Chen e Soileau (2014), Gu et al. (2005) e Joia e Nakao (2014). Segundo Watts e Zimmerman (1978), empresas de maior porte possuem maior visibilidade, estando mais expostas ao mercado investidor, por isso, essas companhias são desestimuladas a gerenciarem seus resultados devido aos altos custos políticos envolvidos nessa prática.

### 3.4 MODELOS EMPÍRICOS DA PESQUISA

Após a apuração do AEM conforme proposto por Paulo (2007) e do REM pelo método apresentado por Roychowdhury (2006), a presente pesquisa investigará a influência da GC e dos mecanismos externos de controle nessas duas estratégias de gerenciamento por meio do modelo geral de Paulo (2007). Em seguida, analisará o *trade-off* entre essas duas estratégias de manipulação dos resultados através do teste de Vuong (1989).

### 3.4.1 Influência da GC e dos Mecanismos Externos de Controle no AEM e REM

Para análise da influência da GC e dos mecanismos externos de controle no GR primeiramente identifica-se as empresas suspeitas de gerenciarem seus resultados. Essa identificação é realizada da seguinte forma: ao atingirem certos *benchmarks* em seus lucros, as empresas são consideradas empresas suspeitas de gerenciar seus resultados (*Susp*). São consideradas como empresas suspeitas no presente estudo, a companhia que se enquadrar em pelo menos uma dessas duas características (Degeorge et al., 1999; Zang, 2012):

*EarZero:* Empresas que evitam divulgar perdas, reportando lucro próximo de zero. Definido como variável *dummy* sendo "1" para empresas das quais o lucro antes de juros e impostos ponderado pelo ativo total do início do período *i* estiver entre 0 e 0,01, e "0" para os demais casos;

*LastYear:* Empresas que buscam manter o lucro reportado no período anterior. Definido como variável *dummy* sendo "1" caso a variação do lucro por ação do período *t-1* para o lucro por ação do período *t* estiver entre 0 e 0,02, e "0" para os demais casos;

Após a identificação das empresas suspeitas ( $Susp_{it}$ ), estas são correlacionadas com cada estratégia de GR, conforme equação 9.

$$EM_{it} = \alpha + \beta_1 Susp_{it} + \gamma_1 ROA_{it} + \gamma_2 ALAV_{it} + \gamma_3 TAM_{it} + \varepsilon_t \quad (8)$$

Onde:

$EM_{it}$ : Gerenciamento de resultados, por *accruals* discricionários ou por decisões operacionais, da empresa *i* no período *t*;

$Susp_{it}$ : Variável *dummy* para empresas suspeitas no período t; sendo “1” se a empresa bater um dos *benchmarks* e “0” para os demais casos.

$ROA_{it}$ : Lucro antes dos itens extraordinários ponderado pelo ativo total da empresa i no período t;

$ALAV_{it}$ : Total das dívidas ponderado pelo ativo total da empresa i no período t;

$TAM_{it}$ : Logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t;

Em seguida, é incluída na análise da relação entre cada estratégia de GR e os incentivos, as variáveis do estudo, sendo elas: o índice de GC ( $GC_{it}$ ), a acurácia na previsão dos analistas ( $Analyst_{it}$ ), a presença de investidores institucionais ( $Invest_{it}$ ) e o *rating* de crédito ( $Rating_{it}$ ). S

$$AEM_{it} = \alpha + \beta_1 Susp_{it} + \beta_2 GC_{it} + \beta_3 Analyst + \beta_4 Invest + \beta_5 Rating + ROA_{it} + \gamma_2 ALAV_{it} + \gamma_3 TAM_{it} + \varepsilon_t \quad (9)$$

$$REM_{it} = \alpha + \beta_1 Susp_{it} + \beta_2 GC_{it} + \beta_3 Analyst + \beta_4 Invest + \beta_5 Rating + ROA_{it} + \gamma_2 ALAV_{it} + \gamma_3 TAM_{it} + \varepsilon_t \quad (10)$$

Para testar a hipótese 1 da presente pesquisa, a variável  $EM_{it}$  representou os *accruals* discricionários da empresa i no período t. Enquanto para testar a hipótese 2, a variável  $EM_{it}$  representou o nível de gerenciamento por decisões operacionais, conforme demonstrado na equação 5.

### 3.4.2 Influência da GC e dos Mecanismos Externos de Controle no *Trade-off* entre estratégias de AEM e REM

A investigação da influência da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre estratégias de AEM e REM foi realizada por meio do teste de Vuong (1989). Esse teste, utilizado por Dechow (1994), Paulo (2007), Dantas (2012) e Rodrigues (2012), testa a hipótese nula de ambos os modelos analisados são igualmente eficientes ao aplicar o processo de geração de dados em comparação a hipótese alternativa de que um dos modelos é mais preciso que o outro nesse aspecto.

O teste é aplicado por meio de uma série temporal ( $m_{ti}$ ), que corresponde à razão de verossimilhança, explicada a partir dos resíduos da regressão ( $\varepsilon_{ti}$ ), e a soma residual de seus

quadrados ( $RSS$ ) originários da estimação da aplicação dos 2 (dois) modelos. O teste então adapta duas bases distintas em um único modelo aplicado, doravante denominado  $z$ -*vuong*, sendo estimado de acordo com a equação 12.

$$m_{it} = \frac{1}{2} \log \left[ \frac{RSS_x}{RSS_y} \right] + \frac{n}{2} \left[ \frac{(\varepsilon_{AEMit})^2}{RSS_x} - \frac{(\varepsilon_{REMit})^2}{RSS_y} \right] \quad (11)$$

Após a estimação da série  $m_{it}$ , esta é regredida em uma constante  $c$ , onde  $\varepsilon_{it}$  é um termo de erro  $\sim$  IID  $N(0, \sigma)$ , conforme equação 13.

$$m_{it} = c + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Por fim, o  $z$ -*vuong* é obtido por meio da estatística  $t$  associada à constante  $c$  dessa regressão, conforme equação 14.

$$z = t * \left[ \frac{n-1}{n} \right]^{1/2} \quad (13)$$

Considerando um nível de significância de 95%, tem-se que: i) se  $z$ -*vuong* for menor que  $-1,96$  implica que modelo AEM foi mais preciso ao captar o GR; ii) se  $z$ -*vuong* for maior que  $+1,96$  implica que o modelo AEM foi mais preciso ao captar o GR; iii) se  $z$ -*vuong* estiver entre  $-1,96$  e  $+1,96$  implica que não existe diferença significativa entre os modelos testados.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados a análise dos resultados da presente pesquisa. Iniciando com a análise dos resultados do índice de GC, seguido de uma descrição da amostra da pesquisa. A próxima etapa diz respeito à mensuração do AEM e do REM, seguido da investigação da relação entre esses tipos de GR e as variáveis do presente estudo e, por fim, investigando se essas variáveis influenciam no *trade-off* entre essas estratégias de gerenciamento.

### 4.1. ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Foram analisadas as 355 empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2019, sendo os formulários de referência emitidos anualmente, o presente estudo analisou um total de 3068 formulários de referência. O valor médio do índice de GC encontrado foi de 5,64 em uma escala de 0 a 10, conforme apresentado na tabela 5.

O item que apresentou o índice mais alto diz respeito ao site das empresas possuírem uma seção de relacionamento com investidores onde contém seus relatórios anuais (9,60), sendo inclusive uma seção com formatação padronizada na maioria dos casos, para assim facilitar o acesso dos *stakeholders*. O segundo item com maior nota foi a divulgação da remuneração dos executivos e conselheiros, separando os valores pagos para gestão e conselho além da parte variável e fixo (9,55), sendo essas categorizações uma rica fonte de dados para estudos acadêmicos. O terceiro item com nota mais alta diz respeito ao fato da empresa não apresentar parecer de auditor independente com ressalva nos últimos cinco anos (9,26), as que apresentaram ressalvas, as detalharam além de apresentar as ações para solucionar os problemas apontados pelos auditores.

O item com nota mais baixa diz respeito as empresas possuem comitês próprio para relatar as informações de forma pública (1,04), poucas companhias possuem comitês específicos para tais propósitos, as que os possuem adotam nomes como "Comitê de Divulgação" ou "Comitê do *Disclosure*". O segundo item com nota mais baixa abordou o fato das empresas concederem os direitos de oferta obrigatória, além do que é legalmente exigido (1,12), esse tipo de oferta ocorre quando da ocorrência de alienação de controle, podendo ser uma explicação para a baixa nota a baixa ocorrência desse tipo de alienação ou mesmo a não existência de acionista controlador por parte da companhia. O terceiro item com menor nota verificou se os acordos de acionistas abstêm-se de dirigir ou restringir o direito de voto de

qualquer membro do conselho ou a partir de nomeação de algum administrador (1,51), os casos que adotaram esse item, eram relacionados a aquisições ou fusões realizadas pelas companhias.

**Tabela 5 - Valores médios de cada questão do índice de GC**

| Questão  | Valor Médio |
|--|-------------|
| <b>Disclosure</b>  |             |
| 1. A empresa divulga informações sobre suas políticas como também seus mecanismos estabelecidos para lidar com conflitos de interesse e/ou transações com partes relacionadas?                                       | 5,54        |
| 2. A empresa divulga separadamente os valores pagos aos executivos e aos conselheiros, como também separando a remuneração variável da fixa?   | 9,55        |
| 3. A empresa apresentou algum parecer de auditor independente com ressalva nos últimos cinco anos?   | 9,26        |
| 4. O site da empresa tem uma seção de relação com investidores que contém seu relatório anual?   | 9,60        |
| 5. O site da empresa contém as apresentações realizadas para analistas financeiros?  | 6,61        |
| 6. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?   | 7,43        |
| <b>Composição do Conselho e o seu Funcionamento</b>  |             |
| 7. O presidente do conselho de administração e o CEO são pessoas diferente?  | 7,77        |
| 8. A empresa tem comitês que divulgam informações ao público, como estatuto da empresa, relatório anual, site, FR?   | 1,04        |
| 9. O conselho é composto de conselheiros externos, com a exceção do CEO?   | 5,87        |
| 10. O tamanho do conselho está entre 5 e 11 membros, conforme recomendação do Código das Melhores Práticas do IBGC?  | 6,99        |
| 11. Os conselheiros têm mandatos de até dois anos consecutivos, conforme recomendação do Código das Melhores Práticas do IBGC?   | 8,44        |
| <b>Ética e Conflito de Interesse</b>   |             |
| 12. O percentual de ações sem direito a voto é igual ou menor que 20%?   | 5,64        |
| 13. O percentual de ações votantes do bloco de controle é igual ou menor do que a de todos os outros tipos de ações?   | 5,92        |
| 14. Os empréstimos ao acionista controlador ou outras partes relacionadas são proibidos?   | 1,51        |
| 15. O estatuto social facilita a participação do acionista em assembleias gerais por: a) não exigir anterior remessa de documentação que comprove a condição de acionista e; b) adota o princípio da boa-fé?         | 2,01        |
| <b>Diretos dos acionistas</b>  |             |
| 16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) a empresa admite um voto a cada ação, de qualquer tipo; b) a empresa concede o direito de voto aos acionistas não votantes nas decisões de maior impacto. | 4,73        |
| 17. A empresa concede os direitos de oferta obrigatória, além do que é legalmente exigido?   | 1,12        |
| 18. O controle da empresa é direto?  | 5,56        |
| 19. Os acordos de acionistas abstêm-se de dirigir ou restringir o direito de voto de qualquer membro do conselho ou a partir de nomeação de algum administrador?   | 1,81        |
| 20. O <i>free float</i> é igual ou superior a 25%, conforme exigido pela BM&FBovespa?  | 6,41        |
| <b>MÉDIA DE TODAS AS QUESTÕES</b>  | <b>5,64</b> |

Fonte: Elaborado pelo autor

De forma complementar, foi realizada a análise dos resultados do Índice de GC por segmento de lista na B3, conforme apresentado na tabela 6. O segmento de listagem da B3 com maior número de empresas é o Novo Mercado, composto por 158 empresas, e como esperado, foi o segmento com o índice mais alto, seguido do Nível 2, Nível 1 e o Básico.



**Tabela 6 - Valores médios das dimensões do IGC em relação ao segmento de mercado**

| Dimensões                     | Novo Mercado | Nível 2 | Nível 1 | Básico | Amostra total |
|-------------------------------|--------------|---------|---------|--------|---------------|
| IGC total                     | 7,19         | 5,74    | 5,62    | 4,03   | 5,64          |
| <i>Disclosure</i>             | 9,39         | 8,95    | 8,61    | 6,34   | 8,32          |
| Composição do Conselho        | 7,07         | 6,80    | 6,60    | 4,74   | 6,30          |
| Ética e Conflito de Interesse | 5,12         | 3,37    | 3,66    | 2,54   | 3,67          |
| Diretos dos acionistas        | 5,47         | 3,87    | 3,63    | 2,51   | 3,33          |
| Quantidade de Empresas        | 158          | 23      | 40      | 133    | 354           |
| Quantidade de Empresas (em %) | 44,63%       | 6,50%   | 11,30%  | 37,57% | 100%          |

Fonte: Elaborado pelo autor

A dimensão que apresentou médias mais altas foi o *disclosure*, evidenciando que a divulgação das informações, realizada por meio de relatórios ou pelos seus websites, é uma prioridade para as companhias de capital aberto brasileiras. Por outro lado, a dimensão com médias mais baixas foi a que abrange os direitos dos acionistas, demonstrando que as companhias brasileiras ainda mantêm um controle centralizado, limitando o poder de voto de seus acionistas.

#### 4.2. A AMOSTRA DA PESQUISA

A amostra inicial da pesquisa, da qual foi base para a elaboração do índice de GC, foi composta pelas 355 empresas listadas na B3. Porém para analisar o gerenciamento de resultados foi necessário remover da amostra as empresas que não possuíam todos os dados no período de 2010 a 2019, ficando então uma amostra de 177 empresas. A tabela 7 apresenta essas 177 empresas por seus respectivos setores econômicos, conforme classificação da B3. Os setores com maior número de empresas foram o consumo cíclico, a utilidade pública, e as empresas financeiras, esses setores tem características próprias que devem ser levadas em consideração nas investigações do GR.

**Tabela 7 – Empresas da Amostra divididas em setores econômicos**

| Setor Econômico                 | Nº de empresas | Nº de empresas (em %) |
|---------------------------------|----------------|-----------------------|
| Bens Industriais                | 22             | 12,43%                |
| Construção e Transporte         | 24             | 13,56%                |
| <b>Consumo Cíclico</b>          | <b>30</b>      | <b>16,95%</b>         |
| Consumo não Cíclico             | 17             | 9,60%                 |
| <b>Financeiros e Outros</b>     | <b>28</b>      | <b>15,82%</b>         |
| Materiais Básicos               | 19             | 10,73%                |
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 3              | 1,69%                 |
| Tecnologia da Informação        | 3              | 1,69%                 |
| Telecomunicações                | 2              | 1,13%                 |
| <b>Utilidade Pública</b>        | <b>29</b>      | <b>16,38%</b>         |
| TOTAL                           | 177            | 100%                  |

Fonte: Elaborado pelo autor

O setor econômico com mais empresas é o de consumo cíclico. Horta, Borges e Jorge (2014) relatam que esse setor é constituído por empresas que são dependentes de ciclos econômicos para obterem seus resultados, sendo constituídos por companhias do varejo/comércio, tecidos, calçados, hotéis, entre outros. Palmeira e Ferreira Júnior (2016) e Silva e Hofmann (2017) enfatizam que empresas do setor de consumo cíclico são mais sensíveis às mudanças econômicas.

O segundo setor com mais empresas é o de utilidade pública. Empresas desse setor até o início da década de 1980 eram puramente estatais (Bresser-Pereira, 2017). Embora a administração destas entidades ainda se concentre em órgãos governamentais, é possível observar um novo arranjo societário, onde tais organizações passaram a ter o seu capital social representando por ações cotadas na bolsa de valores (Matos & Schommer, 2013). O processo de aporte de capital desse tipo de companhia, exige um longo prazo para o retorno do investimento para não comprometer a liquidez e a alavancagem dessas companhias (Assaf Neto, 2014). Empresas do setor de utilidade pública apresentam retornos mais modestos quando comparados com outros setores, porém apresentam maior estabilidade.

O setor financeiro é o terceiro setor com mais empresas na presente pesquisa. O setor é preterido nos estudos acadêmicos que utilizam-se de todos os setores, devido a suas especificidades, tais como a regulação do BACEN e SUSEP (Ferreira, Martinez, Costa & Passamani, 2012). Entretanto, o setor possui destaque devido a sua crescente participação no PIB, além de apresentarem altos lucros (Mantovani & Santos, 2015). Atraindo investidores que buscam uma relação entre eficiência e rentabilidade, uma vez que, em geral, empresas financeiras podem auferir maiores lucros e sobreviverem em ambientes de competição mais acirrada (Mendonça, Souza, Carvalho & Carvalho, 2018)

#### 4.3 ESTIMAÇÃO DOS NÍVEIS NORMAIS DE *ACCRUALS* E DAS DESPESAS OPERACIONAIS

Para investigar a relação entre o GC e os mecanismos externos de controle no gerenciamento de resultados, primeiramente foi necessário estimar, por meio de regressão, os níveis normais de *accruals* ( $AT_{it}$ ) e de despesas operacionais ( $Desp_{it}$  e  $Prod_{it}$ ), sendo as *proxies* para captação do gerenciamento de resultados, captado por meio dos resíduos dessas regressões. A estimação dos *accruals* discricionários foi realizada conforme o modelo de Paulo (2007), sendo os *accruals* totais mensurados pela abordagem do balanço, os níveis

normais das despesas operacionais foram estimados conforme o modelo de Roychowdhury (2006).

**Tabela 8 - Estimação dos níveis normais de accruals e de despesas operacionais**

| AT <sub>it</sub>                          |                    | Ab_Desp <sub>it</sub>   |                    | Ab_Prod <sub>it</sub>   |                    |
|---|--------------------|-------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------|
| Var. indep                                | Coef. <sup>1</sup> | Var. indep              | Coef. <sup>1</sup> | Var. indep              | Coef. <sup>1</sup> |
| R <sub>it-1</sub>                         | -2,67242           | 1 / A <sub>it-1</sub>   | 72,32885***        | 1 / A <sub>it-1</sub>   | 0,7885036***       |
| PPE <sub>t</sub>                          | -0,0456013         | R <sub>it</sub>         | -0,0283438         | R <sub>it</sub>         | -0,0274975*        |
| INT <sub>it</sub>                         | -0,0266747         | Constante               | 0,2488214***       | Δ R <sub>it1</sub>      | 0,0123249          |
| E <sub>it</sub>                           | -0,2375357***      |                         |                    | Constante               | -0,0486332***      |
| E <sup>2</sup> <sub>it</sub>              | 0,000000130*       |                         |                    |                         |                    |
| Δ E <sub>it-1</sub>                       | 0,0006946          |                         |                    |                         |                    |
| DΔ E <sub>it-1</sub>                      | 0,0222099          |                         |                    |                         |                    |
| Δ E <sub>it-1</sub> *DΔ E <sub>it-1</sub> | -0,0082003         |                         |                    |                         |                    |
| FCO <sub>it</sub>                         | -0,1338643         |                         |                    |                         |                    |
| AT <sub>it-1</sub>                        | -0,0057205         |                         |                    |                         |                    |
| Ab_Prod <sub>it</sub>                     | 3,400199           |                         |                    |                         |                    |
| Ab_Desp <sub>it</sub>                     | -0,25644***        |                         |                    |                         |                    |
| Constante                                 | 0,1849017          |                         |                    |                         |                    |
| Observações                               | 1770               | Observações             | 1770               | Observações             | 1770               |
| Prod > F                                  | 0,00               | Prod > F                | 0,000              | Prod > F                | 0,000              |
| R <sup>2</sup>                            | 0,2589             | R <sup>2</sup>          | 0,6863             | R <sup>2</sup>          | 0,8993             |
| R <sup>2</sup> ajustado                   | 0,2589             | R <sup>2</sup> ajustado | 0,6859             | R <sup>2</sup> ajustado | 0,8991             |

\*\*\*, \*\*, \* representam a significância estatística p<0,01, p<0,05 e p<0,10 respectivamente.

<sup>1</sup>As regressões foram estimadas para as observações que compõem a amostra no período de 2010 a 2019.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A regressão para estimar os *accruals* apresentou um poder explicativo de R<sup>2</sup> ajustado de 25,89%, menor que os 40,9% apresentados no estudo de Mota (2018) e 41,97% do estudo de Zang (2012). A estimação dos níveis normais de despesas operacionais apresentou um R<sup>2</sup> ajustado de 68,59%, maior que os 35,42% apresentados por Mota (2018) e próximos dos 57,55% evidenciados por Zang (2012). Por fim, a estimação dos níveis normais de custos de produção apresentou um R<sup>2</sup> ajustado de 89,91%, próximos dos 78,96% encontrados nos estudos de Mota (2018) e dos 90,61% estimados por Zang (2012). Essa diferença no R<sup>2</sup> ajustado na estimação dos *accruals* e das despesas operacionais pode ser explicada pela amostra do presente estudo ser composta por empresas listadas na B3, enquanto os estudos supracitados investigaram uma amostra *cross-country*.

#### 4.4. EMPRESAS SUSPEITAS DE GERENCIAREM OS RESULTADOS

Após a apuração dos níveis anormais de *accruals*, de despesas operacionais e de custos de produção por meio dos resíduos das regressões apresentadas no item anterior, o presente estudo segue com a investigação da relação entre esses níveis anormais e as

empresas suspeitas de gerenciar seus resultados. Essas empresas se tornam suspeitas de gerenciar seus resultados ao baterem certos *benchmarks*, sendo estes na presente pesquisa o lucro próximo de zero para evitar a divulgação de perdas (*EarnZero*), como também a busca por manter o lucro reportado no período anterior (*LastYear*) (Degeorge et al., 1999)

Optou-se por realizar as investigações da presente pesquisa utilizando-se de dados em painel, sendo necessário primeiramente, realizar os testes para averiguar qual dos modelos (efeitos fixos, aleatórios ou *pooled*) é o mais adequado. Os testes de *Chow*, *Breusch e Pagan* e *Hausman* apontaram o modelo de efeitos fixos como o mais adequado tanto para ambas as regressões para estimação do gerenciamento de resultados (AEM e REM) como também para os dois *benchmarks* para empresas suspeitas (lucro próximo de zero e persistência nos lucros).

Quanto aos testes de robustez, o teste de *Wooldridge* evidenciaram a não existência de auto correlação entre as variáveis da amostra para os modelos REM, porém evidenciaram auto correlação nos modelos de AEM. Os testes de *Wald* identificou a existência de heteroscedasticidade tanto para ambos os modelos de gerenciamento (AEM e REM) como também para os dois *benchmarks* para empresas suspeitas (lucro próximo de zero e manter o lucro reportado no período anterior). Por esse motivo, os modelos foram estimados com erros padrões robustos, com o objetivo de minimizar o problema de heteroscedasticidade como também de auto correlação.

As regressões investigando a relação entre as empresas suspeitas por manter seu lucro próximo ao do período anterior e o gerenciamento de resultados apresentaram resultado significativo e positivo com REM. Por outro lado, as empresas suspeitas por atingirem um lucro próximo de zero relacionaram-se significativamente e de forma negativa ao AEM. Esses resultados sugerem em um primeiro momento, e ainda sem a inclusão das GC e dos mecanismos externos de controle na análise, que as empresas aumentam a utilização da estratégia REM quando objetivam manterem o lucro alcançado no período anterior, porém diminuem a utilização do AEM quando buscam manter seus lucros próximos de zero.

**Tabela 9 - Relação entre Empresas Suspeitas e o Gerenciamento de Resultados**

| Var. Indep.               | AEM           |               | Var. Indep.               | REM          |              |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------------------|--------------|--------------|
|                           | EarnZero      | LastYear      |                           | EarnZero     | LastYear     |
| <b>Empresas Suspeitas</b> | -0,1026994*** | -0,0582665    | <b>Empresas Suspeitas</b> | 0,1352874    | 0,4677664*** |
| <b>ROA</b>                | 0,1388118***  | 0,1387211***  | <b>ROA</b>                | -1,03313***  | -1,034457*** |
| <b>Alavancagem</b>        | -0,0266341*** | -0,0266143*** | <b>Alavancagem</b>        | 0,2129083*** | 0,2131892*** |
| <b>Tamanho</b>            | -0,1600677*** | -0,1593193*** | <b>Tamanho</b>            | 0,3935377*** | 0,4050585*** |
| <b>_Constante</b>         | 0,9551446***  | 0,94811,62*** | <b>_Constante</b>         | -2,217925*** | -2,296161*** |
| <b>Observações</b>        | 1770          | 1770          | <b>Observações</b>        | 1770         | 1770         |
| <b>Prod &gt; F</b>        | 0,0000        | 0,0000        | <b>Prod &gt; F</b>        | 0,0000       | 0,0000       |
| <b>R<sup>2</sup></b>      | 0,4622        | 0,4605        | <b>R<sup>2</sup></b>      | 0,7804       | 0,7820       |

|                                      |        |        |                                      |        |        |
|--------------------------------------|--------|--------|--------------------------------------|--------|--------|
| <b>Wald Test<br/>(Heterocedast.)</b> | 0,000  | 0,000  | <b>Wald Test<br/>(Heterocedast.)</b> | 0,000  | 0,000  |
| <b>Wooldridge<br/>(Auto Corre.)</b>  | 0,0426 | 0,0430 | <b>Wooldridge<br/>(Auto Corre.)</b>  | 0,8869 | 0,8781 |

\*\*\*, \*\*, \* representam a significância estatística  $p < 0,01$ ,  $p < 0,05$  e  $p < 0,10$  respectivamente.

<sup>1</sup>As regressões foram estimadas para as observações que compõem a amostra no período de 2010 a 2019.

Fonte: Elaborado pelo autor.

As variáveis de controle apresentaram resultados significativos em todas as regressões. A alavancagem apresentou sinal negativo para o AEM e positivo para o REM, Kim e Sohn (2013) e Vakilifard e Mortazavi (2016) ao analisarem empresas alavancadas constaram que os gestores tendem a manipularem mais por despesas operacionais do que pelos *accruals* discricionários, pois a primeira estratégia esta menos sujeita a auditorias e controles externos. Esse comportamento dos coeficientes também foi observado na variável tamanho, Watts e Zimmerman (1978) e Gu et al. (2005) apresentam que grandes empresas possuem um maior acompanhamento do mercado, restringindo o AEM. Por outro lado, observou-se uma relação oposta com a variável retorno sobre o ativo, ou seja, quanto maior (menor) resultado, maior (menor) o incentivo para o AEM (REM). Cupertino, Martinez e Costa Jr (2016) salientam que uma relação negativa entre o retorno sobre o ativo e o REM é esperado, pois, conforme Gunny (2010), os gestores podem sacrificar a rentabilidade futura para manipular os resultados atuais.

#### 4.5 A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROLE NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Com objetivo de responder aos objetivos específicos a) e b) da presente pesquisa, foi analisada a influência da GC e de mecanismos externos de controle no GR por AEM e REM, conforme apresentado na tabela 10.

**Tabela 10 - Relação a Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle no Gerenciamento de Resultados**

| Var. Indep.               | AEM        |            | Var. Indep.               | REM          |              |
|---------------------------|------------|------------|---------------------------|--------------|--------------|
|                           | EarnZero   | LastYear   |                           | EarnZero     | LastYear     |
| <b>Empresas Suspeitas</b> | 0,0402304* | 0,0605627  | <b>Empresas Suspeitas</b> | -0,0410841   | -0,980291**  |
| <b>IGC</b>                | 0,0106737  | 0,0055423  | <b>IGC</b>                | -0,0854585** | -0,0776376** |
| <b>PA</b>                 | -0,0022195 | -0,0021809 | <b>PA</b>                 | -0,000011    | 0,0000363    |
| <b>II</b>                 | -0,0059734 | -0,0016947 | <b>II</b>                 | -0,0162615   | -0,206191*   |
| <b>Rating</b>             | -0,0025417 | -0,0019406 | <b>Rating</b>             | 0,0023125    | 0,0016175    |
| <b>ROA</b>                | 2,061041** | 2,082476** | <b>ROA</b>                | 0,4843191**  | 0,4358065**  |
| <b>Alavancagem</b>        | -0,0715985 | -0,0628685 | <b>Alavancagem</b>        | 0,4468199*** | 0,4320226*** |
| <b>Tamanho</b>            | 0,1185899  | 0,1297608* | <b>Tamanho</b>            | -0,122436    | -0,1384445   |

|                      |            |            |                      |          |          |
|----------------------|------------|------------|----------------------|----------|----------|
| <b>_Constante</b>    | -0,9848701 | -1,048286* | <b>_Constante</b>    | 1,351665 | 1,439135 |
| <b>Observações</b>   | 144        | 144        | <b>Observações</b>   | 144      | 144      |
| <b>Prod &gt; F</b>   | 0,000      | 0,000      | <b>Prod &gt; F</b>   | 0,000    | 0,000    |
| <b>R<sup>2</sup></b> | 0,6467     | 0,6494     | <b>R<sup>2</sup></b> | 0,5104   | 0,5216   |

\*\*\*, \*\*, \* representam a significância estatística  $p < 0,01$ ,  $p < 0,05$  e  $p < 0,10$  respectivamente.

<sup>1</sup>As regressões foram estimadas para as observações que compõem a amostra no período de 2010 a 2019,

Fonte: Elaborado pelo autor.

A hipótese H1 da pesquisa, não foi suportada, ou seja, não verificou-se influência significativa e negativa entre a GC e os mecanismos externos de controle no AEM. Todavia, a hipótese H2 foi atendida parcialmente, pois verificou-se influência significativa e negativa entre a GC e os investidores institucionais no REM, sendo que as previsões de analistas e o rating de crédito não apresentaram resultados significativos. O estudo seguiu com a análise de cada uma das variáveis do estudo.

O IGC não apresentou relação significativa com o AEM. Ao utilizar o mesmo índice para mensuração da qualidade da GC, Kawai (2017) também não encontrou uma relação significativa entre essas variáveis, denotando que a GC não foi suficiente para inibir o AEM. Porém, o IGC apresentou uma relação significativa e negativa no REM, tanto para atingir um lucro próximo de zero como também para manter o lucro do período anterior. Esses resultados corroboram com os achados de Garven (2015), Talbi, Ali Omri, Guesmi e Ftiti (2015), Susanto e Pradipta (2016) e Piosik e Genge (2020) ao constatar que quanto mais alto a qualidade da governança corporativa, menor a utilização do REM pela companhia. Piosik e Genge (2020) e Susanto e Pradipta (2016) incluíram em suas investigações da relação entre governança e REM a presença de II, constatando que esse tipo de investidor auxilia na redução do REM. Esses resultados também foram encontrados na presente pesquisa.

A presença de II apresentou uma relação significativa e negativa com o REM, conforme os estudos de Sakaki, Jackson e Jory (2017), Gao, Shen, Li e Mao (2020) e Kałdoński, Jewartowski e Mizerka (2020). Esses estudos salientam o monitoramento realizado por esses tipo de investidores, destacando que estes cumprem um papel de mecanismos externos de governança.

Por outro lado, a presença dos II não apresentou relação significativa com o AEM, corroborando com os estudos de Coelho et al. (2011), Holanda et al. (2013), Maria Junior (2013) e Correia et al. (2017). Esses estudos supracitados analisaram o contexto brasileiro, o que pode ser um indicativo de maior dificuldade de detecção dos *accruals* discricionários por parte dos investidores institucionais ao investirem em empresas brasileiras. Segundo Holanda et al (2013), os II que atuam no mercado acionário brasileiro não são informacionalmente eficientes a ponto de segregar companhias que praticam o GR, aceitando, assim, a baixa

qualidade informacional nos relatórios contábeis. Correia et al (2017) evidenciaram que tanto a GC quanto os II não foram instrumentos capazes de reduzir os níveis de GR, concluindo que esses mecanismos não encontrem as condições ideais para desempenhar um efetivo papel de monitoramento e controle dos problemas da agência.

As previsões de analistas e o *rating* de crédito não apresentaram resultados significativos, sugerindo que tanto os analistas como as agências de *rating* não foram capazes de detectar o GR por parte das empresas brasileiras, ou mesmo, que suas classificações não influenciam nas decisões oportunistas dessas companhias.

#### 4.6 A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS MECANISMOS EXTERNOS DE CONTROLE NO *TRADE-OFF* ENTRE AS ESTRATÉGIAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Visando atender ao objetivo geral da pesquisa, essa seção visa investigar a influência da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de GR. A mensuração do *trade-off* foi realizada por meio do teste de Vuong (1989), conforme tabela 11. Esse teste visa analisar os resíduos das regressões, com intuito de verificar qual modelo possui maior poder preditivo (Vuong, 1989, Dechow, 1994; Paulo, 2007; Dantas, 2012; Rodrigues, 2012).

**Tabela 11 – Influência da Governança Corporativa e dos Mecanismos Externos de Controle no *trade-off* entre as estratégias de Gerenciamento de Resultados (*Teste de Vuong*)**

| Período     | z-vuong | Conclusão                            |
|-------------|---------|--------------------------------------|
| 2010        | -1,36   | AEM e REM foram igualmente adequados |
| 2011        | -4,61   | O AEM foi mais preciso               |
| 2012        | -2,96   | O AEM foi mais preciso               |
| 2013        | -3,06   | O AEM foi mais preciso               |
| 2014        | -1,49   | AEM e REM foram igualmente adequados |
| 2015        | -1,09   | AEM e REM foram igualmente adequados |
| 2016        | 0,26    | AEM e REM foram igualmente adequados |
| 2017        | -2,17   | O AEM foi mais preciso               |
| 2018        | -3,05   | O AEM foi mais preciso               |
| 2019        | -2,28   | O AEM foi mais preciso               |
| 2010 a 2019 | -1,98   | O AEM foi mais preciso               |

<sup>10</sup>O teste foi realizado para as observações que compõem a amostra no período de 2010 a 2019, Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao analisar os dados em conjunto de 2010 a 2019, o teste de *Vuong* apresentou um resultado significativo, apontando o AEM como o modelo com maior poder preditivo em relação ao REM, esse resultado confirma a H3 do presente estudo evidenciando a influência

da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de GR. A identificação do *trade-off* entre as estratégias de GR corrobora com os estudos que também analisaram esse fenômeno nas empresas listadas na B3 (Cupertino et al., 2014; Mota, 2018; Dani, 2019; Souza, 2019; Marques & Ferreira, 2020; Silva et al., 2020).

Esse resultado pode ser explicado pelo comportamento da relação das variáveis do estudo com o GR, conforme discutida na seção anterior. Ambas as variáveis que apresentaram relações significativas com o GR, sendo elas o IGC e o II, o apresentaram no REM e com relação negativa, ou seja, quanto maior a qualidade da governança e quando da presença desse tipo de investidor, diminui-se o REM, o que pode explicar a opção dos gestores pelo AEM. Além disso, as companhias podem optar pelo AEM devido a esta estratégia não impactar no fluxo de caixa, ao contrário do que ocorre quando utilizado o REM (Graham et al., 2005; Roychowdhury, 2006; Gunny, 2010; Cohen & Zarowin, 2010; Badertscher, 2011).

As companhias podem escolher pelo AEM, pelo fato desse modelo de GR ser realizado após o encerramento do exercício (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012; Cupertino, 2013), o que possibilita a gestão gerenciar pelos *accruals* discricionários tendo por base os resultados gerados por meio do REM aplicado durante o período (Zang, 2012). Tornando o AEM atraente para os gestores, dado que quando esse tipo de gerenciamento é realizado, o montante necessário a ser manipulado para alcançar as metas de resultados estipuladas é conhecido (Gunny, 2010). Chen (2009) e Badertcher (2011) salientam que embora o AEM seja mais detectável quando comparado com o REM, os gestores optam pela primeira estratégia devido a esta ser considerada menos dispendiosa, ou seja, consome uma quantidade menor de recursos, quando comparada ao REM.

Para enriquecer a análise, foi realizado uma análise o *trade-off* entre as estratégias de GR ano a ano. Os resultados evidenciam que na maioria dos períodos houve a opção pelos gestores pelo AEM, porém, nos anos de 2010, 2014, 2015 e 2016, não houve uma predominância pela utilização nem do AEM nem do REM. Para investigar esse fenômeno, foi realizada regressões com intuito de investigar a relação da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre as estratégias de GR ano a ano, conforme evidenciado na tabela 12.

**Tabela 12 - Relação a Governança Corporativa e os Mecanismos Externos de Controle no Gerenciamento de Resultados, ano a ano**

| Variável Dependente | 2010       |            |
|---------------------|------------|------------|
|                     | AEM        | REM        |
| IGC                 | -0,0017578 | 0,0229869* |
| PA                  | -0,0624426 | 0,7291759  |
| II                  | 0,0764259  | 0,0701425  |
| Rating              | -0,014117  | 0,0300572  |



| <b>2011</b>                |             |               |
|----------------------------|-------------|---------------|
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | 0,0176926   | 0,716504      |
| PA                         | -0,0190448  | -0,2626901    |
| II                         | -0,0197818  | -0,3181517    |
| Rating                     | 0,0002556   | 0,0127327     |
| <b>2012</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | -0,0031313  | 0,2794284     |
| PA                         | -0,059296** | -0,0515949    |
| II                         | 0,0947308   | -0,2724866    |
| Rating                     | 0,0044138   | 0,0225128     |
| <b>2013</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | -0,0017463  | -0,0086306    |
| PA                         | -0,0435529* | -0,192357     |
| II                         | -0,0136634  | -0,0552009    |
| Rating                     | 0,0009005   | -0,0079395    |
| <b>2014</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | 0,0728214   | -0,3188935    |
| PA                         | -0,0123653  | 0,1036133     |
| II                         | -0,0532522  | 0,5254877     |
| Rating                     | -0,0117437  | 0,0375516     |
| <b>2015</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | -0,1264119  | 0,3101095     |
| PA                         | -0,0107891  | -0,185788*    |
| II                         | -0,0107891  | 0,0275766     |
| Rating                     | 0,1343961   | -0,0414685    |
| <b>2016</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | -0,0109965  | 0,0061224     |
| PA                         | 0,0007683   | -0,0021792    |
| II                         | 0,0413127   | -0,1472037*   |
| Rating                     | -0,001713   | 0,008601      |
| <b>2017</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | 0,008278    | 0,0041657     |
| PA                         | -0,0018683  | 0,0041657     |
| II                         | 0,0053848   | 0,0151862     |
| Rating                     | 0,004136    | -0,0032875    |
| <b>2018</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | -0,0103836  | 0,0205615     |
| PA                         | -0,0002129  | -0,0262088*** |
| II                         | -0,008727   | -0,1865492*   |
| Rating                     | -0,0021903  | 0,0113376     |
| <b>2019</b>                |             |               |
| <b>Variável Dependente</b> | <b>AEM</b>  | <b>REM</b>    |
| IGC                        | 0,0416604   | -0,4236595    |
| PA                         | -0,125193   | 0,1788481**   |
| II                         | 0,0235652   | 0,6846201     |
| Rating                     | -0,009757   | 0,074932**    |

\*\*\*, \*\*, \* representam a significância estatística  $p < 0,01$ ,  $p < 0,05$  e  $p < 0,10$  respectivamente.

<sup>1</sup>As regressões foram estimadas para as observações que compõem a amostra no período de 2010 a 2019, Fonte: Elaborado pelo autor.

O período de 2010 apresenta uma relação significativa entre o IGC e o REM, apontando que quanto maior a qualidade da governança, maior o gerenciamento por decisões operacionais nesse ano. Cupertino et al. (2014) denotam que a adoção do IFRS (que foi efetivamente implantado em 2010) alterou o comportamento dos gestores quanto a escolha entre as estratégias de GR. Os autores verificaram que após a implantação do IFRS, houve um aumento do REM ao mesmo tempo que houve uma diminuição do AEM. Embora esse resultado não corrobora com o encontrado na presente pesquisa para o ano de 2010, auxilia na explicação para a não escolha pelo AEM pelo gestores nesse período, como ocorrido na maioria dos outros períodos analisados.

Nos períodos de 2011 a 2013, o teste de *Vuong* apontou a AEM como o modelo de GR mais utilizado pelos gestores. Porém, nos períodos de 2012 e 2013, houve uma relação significativa e negativa entre o AEM e as previsões dos analistas, corroborando com as pesquisas de Yu (2008) e Martinez (2011) que evidenciaram os analistas como inibidores do GR, ao indicarem que quanto maior a cobertura dos analistas, menor é o AEM. Esses resultados podem indicar que após dois anos nos quais os analistas conseguiram detectar o AEM, os gestores optaram por utilizar ambas as estratégias nos períodos seguintes.

Os períodos de 2014 a 2016 foram marcados pela preferência por ambas as estratégias de GR pelos gestores, porém, no período de 2015 as previsões de analistas, e no ano de 2016 os investidores institucionais apresentaram relações significativas negativas com o GR pelas decisões operacionais. Esses resultados podem indicar que esses mecanismos de controle passaram a detectar o REM, levando os gestores a preferirem utilizar o AEM nos períodos seguintes.

Os períodos de 2017 a 2019 apresentaram uma preferência pelo AEM pelos gestores. Os investidores institucionais em 2018, o rating de crédito em 2019 e as previsões de analistas em 2018 e 2019 se relacionaram significativamente e de forma negativa com o REM, sugerindo que esses mecanismos de controle foram efetivos em detectar o REM, porém isso não foi verificado também no AEM, auxiliando na explicação pela preferência pelo AEM por parte dos gestores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A literatura apresenta a GC e os mecanismos externos de controle (sendo tais mecanismos na presente pesquisa: as previsões de analistas, os investidores institucionais e o rating de crédito) como redutores da assimetria informacional entre as companhias e os stakeholders. Porém, estudos também evidenciam que os gestores utilizam-se do GR com intuito de atingir ou superar as previsões dos analistas como também para melhorarem seus ratings de crédito. Por isso, o objetivo deste estudo foi o de investigar a influência da GC e dos mecanismos externos de controle no *trade-off* entre estratégias de GR por AEM e REM em empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2019.

A GC foi investigada por meio do índice proposto por Leal et al. (2015). Esse índice é constituído por 20 perguntas, fornecendo uma nota para a empresa que vai de 0 até 10. Foram analisados um total de 3068 formulários de referência e 355 sites das companhias. A média global de todas as companhias em todos os períodos da amostra foi de 5,64. Conclui-se com este resultado que as empresas de capital aberto ainda necessitam aprimorar suas práticas de governança, em especial quando consideramos a grande quantidade de empresas da amostra que habitam o novo mercado.

As perguntas do índice de GC com médias mais altas foram relacionadas com a divulgação de informações da companhia, isso demonstra que a *disclosure* é prioridade para as empresas de capital aberto brasileiras. A questão com média mais baixa, trata da empresa possuir um comitê específico para *disclosure*, demonstrando que as empresas não necessitam de tal comitê para realizarem uma boa divulgação.

A investigação da influência da GC e dos mecanismos externos de controle no AEM realizada por meio do modelo de Paulo (2007) não apresentou resultados significativos, rejeitando assim a hipótese H1 da presente pesquisa e corroborando com os estudos nacionais. Esses resultados podem indicar: i) que a GC e os mecanismos externos e controle não estão sendo eficientes em sua tarefa de detectar e inibir o AEM; ii) que esses mecanismos de controle não interferem nas decisões oportunistas das companhias, ou ainda; iii) que a metodologia utilizada pode não ser a mais eficiente para investigação da influência das variáveis do estudo no AEM.

A influência da GC e dos mecanismos externos de controle no REM por meio do modelo de Roychowdhury (2006) apresentou resultados significativos e negativos para o índice de governança e para um dos mecanismos externos, atendendo parcialmente a hipótese H2 da presente pesquisa. Estudos que encontraram resultados semelhantes destacaram o papel

dos investidores institucionais como mecanismos externos de governança. Esses resultados evidenciam que esses mecanismos de governança são eficientes na detecção e inibição do REM. Porém, as previsões dos analistas e o *rating* de crédito não apresentaram resultados significados, indicando que esses mecanismos encontram dificuldades ao analisar o contexto brasileiro.

A análise da influência do GC e dos mecanismos externos de controle no trade-off entre as estratégias de GR realizada por meio do teste de Vuong (1989) apresentou resultado significativo, atendendo a hipótese H3 da presente pesquisa. Os resultados apontaram que as variáveis do estudos influenciam os gestores a optarem pela utilização do AEM. Uma explicação para essa escolha se dá pelo fato de que, quando da alta qualidade da governança como também da presença de investidores intencionais os gestores utilizam-se menos do REM. Além disso, a literatura apresenta que os gestores podem utilizar mais o AEM em detrimento do REM pois: i) a primeira afeta menos o fluxo de caixa; ii) o AEM é menos desperdício em relação ao REM, e; iii) o gerenciamento por accruals é realizado após o fim do exercício, sendo assim, os gestores sabem exatamente quanto gerenciarem para atingir suas metas.

De forma complementar, foi analisado o *trade-off* entre as estratégias de GR ano a ano. Os resultados apontaram após alguns anos com os gestores utilizando-se de ambas as estratégias de GR, os mecanismos de controle passaram a detectar e inibir o AEM, levando os gestores a optarem pela utilização do AEM. De forma semelhante, após alguns anos dos gestores optando pela utilização do AEM, os mecanismos de controle passaram a detectar e inibir esse tipo de gerenciamento, levando os gestores a utilizarem ambas as estratégias. O achado de que, ao detectar e inibir o GR por uma estratégia os gestores tendem a mudar o método escolhido para manipular seus resultados é um achado relevante para os estudos sobre o tema, corroborando com a hipótese H3 de que a GC e os mecanismos externos de controle influenciam no *trade-off* entre as estratégias de GR.

Como limitações da pesquisa, destaca-se que a metodologia utilizada para captação das variáveis de GC e de mecanismos externos de controle, dado que existem diversas formas para mensuração dessas variáveis, haja vista que a utilização de outro método poderia entregar resultados diferentes. Outra limitação reside no fato de pesquisas sobre GR utilizarem o resíduo das regressões para identificação do gerenciamento, sendo que parte desse resíduo pode ser gerado pela omissão de variáveis importantes nos modelos.

O presente estudo traz contribuições ao investigar se o GC e os mecanismos externos de controle, elementos estes vistos como auxiliares na redução da assimetria informacional

entre companhias e investidores, auxiliam na inibição do AEM como também o REM. Trazendo contribuições práticas para os *stakeholders* e para o mercado de capitais ao analisar como essas variáveis auxiliam no *trade-off* entre as estratégias de GR.

Como sugestão para pesquisas futuras propõe-se a análise das variáveis da presente pesquisa, abrangendo elementos não abordados neste estudo. O IGC pode ser analisado por categorias, buscando captar quais dimensões do índice (*disclosure*, composição do conselho, ética e conflitos de interesse e; direitos dos acionistas) mas se relacionam com o GR, além de comparar com outros índices para averiguar qual é mais eficaz na captação da manipulação dos resultados. No caso das previsões dos analistas, incluir na análise os vieses e dispersão das previsões, como também as previsões individuais vs. o consenso das previsões dos analistas. A variável II pode ser ampliada, para captar as diferenças existem entre esse tipo de investidor, utilizando-se das classificações como a de Bushee (1997), que os classifica em temporários, dedicados e quase indexados.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ali, S., & Javid, A. Y. (2015). *Relationship between credit rating, capital structure and earning management behaviour: evidence from pakistani listed firms* (PIDE Working Papers No. 121). <https://www.pide.org.pk/pdf/Working Paper/WorkingPaper-121.pdf>
- Alissa, W., Bonsall, S. B., Koharki, K., & Penn, M. W. (2013). Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2), 129–147.
- Assaf Neto, A. (2014). *Finanças corporativas e valor* (7th ed.). Atlas.
- Ayress, B., Jiang, J., & Yeng, P. (2006). Discretionary accruals and earnings management: an analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81(1), 617–652.
- Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491–1518.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical investigation of accounting income numbers. 1968, 6(2), 159–178.
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173–204.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan Company. <https://doi.org/10.2307/3308267>
- Bernadino, F. F. M., Peixoto, F. M., & Ferreira, R. N. (2014). Governança corporativa e o valor da firma: um estudo brasileiro de empresas do setor elétrico. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa (RECADM)*, 13(2), 185–201.
- Bernardes, P., Bertucci, J. L. O., & Brandão, M. M. (2006). Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração USP*, 41(1), 183–195.
- Bhattacharya, U., Wei, K. D., & Xia, H. (2019). Follow the money: Investor trading around investor-paid credit rating changes. *Journal of Corporate Finance*, 58(1), 68–91. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.008>
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76(3), 455–475.
- Blair, M. M. (1998). For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. *Long Range Planning*, 31(2), 195–200.
- Bone, R. B. (2007). Determinantes de ratings corporativos no setor de petróleo: o caso da Petrobrás. *RAC-Eletronica*, 1(3), 107–125.
- Booth, A., & Bruin, B. (2019). Stakes Sensitivity and Credit Rating: A New Challenge for Regulators. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04260-2>
- Bowen, R. M. ., Rajgopal, S. ., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 351–405.

- Bradford, W., Chen, C., & Zhao, Y. (2019). The effect of corporate governance on credit ratings: Evidence from China's bond market. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 30(6), 1–32. <https://doi.org/10.1111/jifm.12094>
- Bresser-Pereira, L. C. (2017). Reforma gerencial e legitimação do estado social. *Revista De Administração Pública*, 51(1), 147–156.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Finance Economics*, 20(1–2), 267–291.
- Brown, K., Chen, V. Y. S., & Kim, M. (2015). Earnings management through real activities choices of firms near the investment–speculative grade borderline. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 74–94.
- Brown, L. D. (1993). Earnings forecasting research: Its implications for capital markets research. *International Journal of Forecasting*, 9(3), 295–320.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5–6), 633–652.
- Bushee, B. J. (1997). *Institutional investors, long-term investment, and earnings management*. Doctoral dissertation, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, USA.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investor on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305–333.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96–117.
- Cantor, R., & Packer, F. (1994). The Credit Rating Industry. *Quarterly Review*, 19(2).
- Caouette, J. B., Altman, E., & Narayanan, P. (2009). *Gestão do risco de crédito: o grande desafio dos mercados financeiros globais* (2nd ed.). Qualitymark.
- Cardoso, M. A. C. (2000). Rating de crédito: o papel das agências especializadas. *Cadernos Discentes Coppead/UFPE*, 1, 92–104.
- Cardoso, R. L. (2004). Governança corporativa ou gerenciamento de resultados? *Revista Brasileira de Contabilidade*, 150, 18–37.
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração Da USP*, 37(3), 19–32.
- Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, C. M. E. (2013). A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 16–30.
- Chen, K. ., Elder, R. ., & Hung, S. (2010). The Investment Opportunity Set and Earnings Management: Evidence from the Role of Controlling Shareholders. *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 193–211.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279–305.
- Chen, Y. ., & Soileau, J. S. (2014). Does pedigree matter? Earnings quality of US listed

- domestic firms via reverse mergers. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 573–595.
- Chen, Z. (2009). *The choice between real and accounting earnings management*. <https://pdfs.semanticscholar.org/491e/97e6eaca3e6d2cf8986cb8e03b5a5568cf2f.pdf>
- Chu, J., Heo, K., & Pae, J. (2019). Does a firm's corporate governance enhance the beneficial effect of ifrs adoption? *Sustainability*, 11(3), 1–13. <https://doi.org/10.3390/su11030885>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. . (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15(1), 1–33.
- Clement, M. (1999). Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), 285–303.
- Coelho, A. C. D., Lopes, A. B., Bhimani, A., & Trapp, A. (2011). The Supervisory Board as an Alternative Corporate Governance Mechanism: Evidence from Brazil. *Anais Do Congresso Da EAA, Roma, Italia*, 34.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the preand post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757–787.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2008). Economic consequences of real and accrual-based earnings management activities. *The Accounting Review*, 83(1), 758–787.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
- Colauto, R. D., & Beuren, I. M. (2006). Um estudo sobre a influência de accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas. *Revista de Administração Contemporânea*, 10(2), 95–116.
- Cole, V., Branson, J., & Breesch, D. (2011). Determinants influencing the De facto Comparability of European IFRS Financial Statements. *SSRN Eletronic Journal*, 32(1), 1–31.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2002). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Recuperado em 24 junho, 2020 de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/0001/3935.pdf>.
- Cooper, D. R., & Schindler, P. S. (2016). *Métodos de pesquisa em administração* (12th ed.). AMGH.
- Cormier, D., & Martinez, I. (2006). The association between management earnings forecasts, earnings management, and stock market valuation: Evidence from French IPOs. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 209–236.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance*, 31(6), 1771–1794.
- Correia, L. F. (2008). *Um Índice de Governança para Empresas no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração, Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da



- governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 22(55), 45–63.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2017). Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 28(2), 1–29.
- Cragg, J. G., & Malkiel, B. G. (1968). The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings. *The Journal of Finance*, 23(1), 67–84.
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado de capitais brasileiro*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. A. (2014). Estratégias de gerenciamento de resultados: custos determinantes e sequencialidade. *Anais Do Encontro Da ANPAD, Rio de Janeiro, RJ, Brasil*, 38.
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. A. (2016). Consequences for Future Return with Earnings Management through Real Operating Activities. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232–242.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104–139.
- Dani, A. C. (2019). *Trade-off das estratégias de gerenciamento de resultados por atividades reais e escolhas contábeis nos estágios do ciclo de vida das organizações*. Tese de doutorado em Ciências Contábeis e Administração, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, SC, Brasil.
- Dantas, J. A. (2012). *Auditoria em instituições financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Brasília, DF, Brasil.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400–420.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flow as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3–42.
- Dechow, P. M., Ge, W. J., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 344–401.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). Earnings quality. *The Research Foundation of CFA Institute*. <http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2015/04/Defining-Earnings-Quality-CFA-Publication.pdf>
- Dechow, P. M., & Skinner, J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulator. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the sec.

- Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36.
- Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1–33.
- Dehaan, E. (2017). The financial crisis and corporate credit ratings. *The Accounting Review*, 92(4), 161–189.
- Duarte, F. C. L. (2016). *Análise da simultaneidade das proxies de qualidade das informações contábeis*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa.
- Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28–40.
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 606–620.
- Elyasiani, E., Wen, Y., & Zhang, R. (2017). Institutional Ownership and earning management by bank holding companies. *The Journal of Financial Research*, 40(2), 147–178.
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488–501.
- Ferri, M. D., & Soares, R. O. (2009). Investidores Institucionais e o Foco no Curto Prazo: Um estudo nas Empresas Negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15–30.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 255–307.
- Gao, H., Shen, Z., Li, Y., & Mao, X. (2020). Institutional Investors, Real Earnings Management and Cost of Equity: Evidence from Listed High-tech Firms in China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(14), 3490–3506.
- Garven, S. (2015). The effects of board and audit committee characteristics on real earnings management: Do boards and audit committees play a role in its promotion or constraint? *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 19(1), 67–84.
- Gaspar, J., Massa, M., Matos, P., Patgiri, R., & Rehman, Z. (2013). Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons. *Review of Finance*, 17(1), 261–320.
- Gatsios, R. C. ., & Lima, F. G. (2014). Acurácia dos analistas: Impacto da adoção do padrão IFRS sobre a qualidade preditiva da informação contábil no Brasil. *Anais Do Encontro Brasileiro de Finanças, Recife, PB, Brasil*, 14.
- Gil, A. C. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa* (4th ed.). Atlas.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Price. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2017). Credit ratings and earnings management around IPOs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(1–2), 154–195.
- Graham, J. R., C, H. R., & Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3–73.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). Institutional Holdings and Payout Policy. *The Journal*

- of Finance*, 60(3), 1389–1426.
- Gu, Z., Lee, C. J., & Rosett, J. G. (2005). What Determines the Variability of Accounting Accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57, 313–334. <https://doi.org/https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Gu, Z., & Wu, J. (2003). Earnings skewness and analyst forecast bias. *Journal of Accounting and Economics*, 35(1), 5–29.
- Gunny, K. A. (2005). *What are the consequences of real earnings management?* <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.841&rep=rep1&type=pdf>
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 85–107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Healy, P., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440.
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Contexto - Revista Do Programa de Pós-Graduação Em Controladoria e Contabilidade Da UFRGS*, 13(25), 7–19.
- Holthausen, R. W. (1990). Accounting Method Choice: opportunistic behavior, efficient contracting and information perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 207–281.
- Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1983). The Economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting e monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 77–117.
- Horta, R. A. M., Borges, C. C. H., & Jorge, M. J. (2014). Descontinuidade de empresas brasileiras do setor de consumo cíclico: uma metodologia para balanceamento de base de dados utilizando técnicas de data mining. *Revista Ambiente Contábil*, 6(1), 99–121.
- Hsu, G. C., & Koh, P. S. (2005). Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *Corporate Governance*, 13(6), 809–823.
- Hsu, H. ., Venezia, C. C. ., & Schrader, C. (2015). Relationships between institutional ownership, capital structure and research and development investment. *Accounting & Taxation*, 7(2), 75–82.
- Hsu, Y. ., & Huang, C. . (2019). Why do stock repurchases change over time? *European Financial Management*, in press. <https://doi.org/10.1111/eufm.12251>
- Huang, Z., Huang, H., Song, Y., & Feng, T. (2020). Earnings management, analyst forecasts and credit rating of corporate bond: empirical evidences from chinese listed companies. *Journal of Finance and Economics*, 8(1), 21–32. <https://doi.org/10.12691/jfe-8-1-4>

- Iatridis, G. E. (2018). Accounting discretion and executive cash compensation: An empirical investigation of corporate governance, credit ratings and firm value. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 29–49.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5th ed.). IBGC.
- Jaimuk, P., Nilapornkul, N., & Ngudgratoke, S. (2020). Impact of a mediator on corporate governance characteristics and real earning management of thai listed companies. *Test Engineering and Management*, 83(1), 5912–5924.  
<http://www.testmagazine.biz/index.php/testmagazine/article/view/4568>
- Jalil, A. A., & Rahman, R. A. (2010). Institutional investors and earnings management: Malaysian evidence. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 8(2), 110–127.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2002). Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 19(1), 117–145.
- Joh, S. W. (2003). Corporate Governance and Firm Profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *The Journal of Financial Economics*, 68(2), 287–322.
- Joia, R. M., & Nakao, S. H. (2014). Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade*, 8(1), 22–38.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Joubert, H., & Fakhfakh, H. (2012). Earnings management and board oversight: an international comparison. *Managerial Auditing Journal*, 27(1), 66–86.
- Jung, B., Sivaramakrishnan, K., & Soderstrom, N. (2016). When do stock analysts find bond rating changes informative? *Accounting and Business Research*, 46(1), 3–30.
- Kałdoński, M., Jewartowski, T., & Mizerka, J. (2020). Capital market pressure, real earnings management, and institutional ownership stability - Evidence from Poland. *International Review of Financial Analysis*, 71.
- Kang, S., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353–367.
- Kawai, R. M. (2017). *Influência da governança corporativa na prática de gerenciamento de resultados*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Metodista de São Paulo, São Bernardo do Campo, SP, Brasil.
- Kim, J., & Sohn, B. (2013). Real Earnings Management and Cost of Capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518–543.
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Song, K. (2013). Credit rating changes and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 109–140.
- Koh, P. . (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 267–299.

- Kothari, S. P. (2001). Capital market research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231.
- Langohr, H., & Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings: what they are, how they work, and why they are relevant* (1st ed.). Wiley Finance.
- LaPorta, R., Lopez-De Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- LaPorta, R., Lopez-De Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27.
- Lara, G. L., Osma, G. B., & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 1–26.
- Leal, R. P. C., Carvalhal, A. L., & Ievorlino, A. . (2015). One decade of evolution of corporate governance practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 134–161.
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(1), 895–922. <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0195-z>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.
- Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *The Accounting Review*, 63(1), 1–22.
- Lin, C., Chen, C. C. S., Yang, S., & Wang, W. (2020). The effects of corporate governance on credit ratings: the role of corporate social responsibility. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(5), 1093–1112. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1512486>
- Liu, A. Z., Subramanyam, K. R., J., Z., & Shi, C. (2018). Do Firms Manage Earnings to Influence Credit Ratings? Evidence from Negative Credit Watch Resolutions. *The Accounting Review*, 93(3), 267–298.
- M., H. P. (1995). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.
- Macêdo, F. F. R. R., Moura, G. D., & Hein, N. (2012). Valor da empresa e sua relação com investidores institucionais e boas práticas de governança corporativa. *Anais Do Congresso ANPCONT, Florianópolis, SC, Brasil*, 6.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89–110.
- Makhaiel, N. K. B. (2019). The influence of Egyptian context on the trade-off between earnings management approaches: accounting, operational and investment. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 17(1). <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2017-0076>
- Mantovani, M. H. C. ., & Santos, J. O. (2015). Análise da relação entre alavancagem e rentabilidade dos bancos brasileiros listados na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2001 a 2010. *REGE - Revista de Gestão*, 22(4), 509–524.
- Maria Junior, E. (2013). *A relação entre investidores institucionais, gerenciamento de resultados e governança corporativa*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis,

Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES, Brasil.

- Marques, J. S., & Ferreira, F. R. (2020). Gerenciamento de resultados por accruals x gerenciamento por decisões operacionais: um estudo empírico em empresas brasileiras listadas na B3. *Anais Do Congresso ANPCONT, Foz Do Iguaçu, Brasil, 14*.
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Estadual de São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2004). *Analizando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2006). Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? *Revista Eletrônica de Administração, 12*(3), 1–23.  
<https://seer.ufrgs.br/read/article/view/40563/25793>
- Martinez, A. L. (2007). Otimismo e vies de seleção dos analistas. *BBR Brazilian Business Review, 4*(2), 104–118.
- Martinez, A. L. (2010). Quando o conselho de administração e a auditoria evitam o gerenciamento de resultados? Evidências empíricas para empresas brasileiras. *RIC - Revista de Informação Contábil, 4*(1), 76–93.
- Martinez, A. L. (2011). The role of analysts as gatekeepers: enhancing transparency and curbing earnings management in Brazil. *Revista de Administração Contemporânea, 15*(4), 712–730.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review, 10*(4), 1–31.
- Martinez, A. L., & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *REAd- Revista Eletrônica de Administração, 15*(3).
- Martinez, A. L., & Salim, J. J. (2004). Analizando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras. *Anais Do Encontro Da ANPAD, Curitiba, PR, Brasil, 28*.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil, 12*(3), 79–90.
- Matos, T. G. C. R. ., & Schommer, P. C. (2013). Gestão ambiental e mudança organizacional: Um estudo longitudinal (1971-2009) em uma companhia de saneamento brasileira. *Revista de Gestao Social e Ambiental, 7*(2), 20–36.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management’s incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review, 77*(3), 483–514.
- Mendonça, D. J. ., Souza, J. ., Carvalho, E. ., & Carvalho, F. (2018). No TitleFatores que influenciam a rentabilidade das instituições financeiras bancárias brasileiras: conclusões com base na modelagem de equações estruturais. *Reunir - Revista de Administração Contabilidade e Sustentabilidade, 8*(1), 107–123.

- Michaely, R., & Vincent, C. (2013). Do Institutional Investors Influence Capital Structure Decisions?. In *SRRN Working Paper*.
- Miiller, D. L., & Martinez, A. L. (2016). Book-Tax Difference, Earnings Management and Bond Ratings in the Brazilian Market. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 91–109.
- Mota, R. H. G. (2018). *A influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados contábeis*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Programa Inter-Reginal de Pós Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal, RN, Brasil.
- Mota, R. H. G., Silva, A. C. C., Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de Lucro e Gerenciamento de Resultados, evidências Empíricas no Mercado Acionário Brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6–26.
- Novais, P. V. G., Borges Junior, P. B., Almeida, J. E. F., & Bortolon, P. M. (2018). Accruals discricionários e previsões otimistas dos analistas: incentivos e consequências. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 28–47.
- Oliveira Neto, J. C. C., Medeiros, O. B., & Queiroz, T. B. (2012). Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBRX. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(1), 149–172.
- Opp, C. C., Opp, M. M., & Harris, M. (2013). Rating agencies in the face of regulation. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 46–61.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5–22.  
<https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Palmeira, J. S. ., & Ferreira Júnior, G. (n.d.). Governança Corporativa: os diferentes níveis criados pela Bm&fbovespa e seus impactos no desempenho econômico financeiro das empresas do setor econômico de consumo cíclico e não cíclico que atuam no mercado de capitais. *Anais Do Congresso Brasileiro de Custos, Porto de Galinhas, PE, Brasil*, 23.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacioanis de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Estadual de São Paulo, SP, Brasil.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2003). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*, 9(2), 231–250.
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na bm&fbovespa. *RAGE Revista de Gestão*, 22(2), 205–221. <http://www.spell.org.br/documentos/ver/36130/rating-de-credito--governanca-corporativa-e-desempenho-das-empresas-listadas-na-bm-fbovespa>
- Pinto, M. J. T., Martins, V. A., & Silva, D. M. (2015). Escolhas Contábeis: o Caso Brasileiro das Propriedades para Investimento. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 274–289.
- Piosik, A., & Genge, E. (2020). The influence of a company's ownership structure on upward real earnings management. *Sustainability*, 12(1).
- Rahman, R. ., Rahman, A., Ghani, E. ., & Omar, N. . (2019). Government-linked investment

- companies and real earnings management: Malaysian evidence. *International Journal of Financial Research*, 10(3), 299–313.
- Rajgopal, S., Venkatachalam, M., & Jiambalvo, J. J. (1999). Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings? *SSRN Electronic Journal*. *Doi:10.2139/Ssrn.163433*.
- Richardson, R. J. (2012). *Pesquisa Social - Métodos e Técnicas* (3rd ed.). Atlas.
- Rodrigues, J. M. (2012). *Convergência contábil internacional: uma análise da qualidade da informação contábil em razão da adoção dos padrões internacionais de contabilidade editados pelo IASB*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN, Brasília, DF, Brasil.
- Rodrigues, J. M., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade da informação contábil: uma análise da adoção dos padrões internacionais de contabilidade pelos países que compõe o G-7 e BRICS. *Revista Enfoque - Reflexão Contábil*, 37(4), 33–48.
- Rodrigues, M. M. S., Muniz, R. M., Amaral, H. F., & Francisco, J. R. S. (2015). Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa. *Economia e Gestão*, 15(38), 29–59.
- Roe, M. J. (2005). The Institutions of Corporate Governance. In C. Ménard & M. M. Shirley (Eds.), *Handbook of New Institutional Economics* (pp. 371–399). Springer.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (6th ed.). Atlas.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Saito, R., Villalobos, S. J. S., & Benetti, C. (2008). Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. *Revista de Administração Da USP*, 43(4), 356–369.
- Sakaki, H., Jackson, D., & Jory, S. (2017). Institutional ownership stability and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 49(1), 227–244.
- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa* (5th ed.). Penso.
- Santos, A. R. S., Façanha, M. C., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2018). Mecanismos externos de governança corporativa e o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais: Uma análise no mercado brasileiro. *Anais Do USP International Conferece in Accounting, São Paulo, SP, Brasil*, 18.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3, 91–102.
- Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. *Accounting Horizons*, 5(4), 105–131.
- Sehrawat, N. K., Kumar, A., Lohia, N., Bansal, S., & Agarwal, T. (2019). Impact of corporate governance on earnings management: large sample evidence from india. *Asian Economic and Financial Review*, 9(12), 1335–1345. <https://ideas.repec.org/a/asi/aeafjr/2019p1335-1345.html>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of*



- Political Economy*, 94(3), 461–488.
- Sibim, M. C. (2017). *Gerenciamento de resultados e risco de crédito: estudo em companhias que negociam na Bm&fbovespa*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Sibim, M. C., Campos, P. P., & Colauto, R. D. (2018). Gerenciamento de resultados e rating de crédito em companhias brasileiras de capital aberto. *Anais Do XXI Semead - Seminários Em Administração, São Paulo, SP, Brasil*, 21.
- Silva, A., Cunha, P. R., & Paulo, E. (2020). Trade-off das estratégias de gerenciamento de resultados por accruals e decisões reais: perspectiva do dark tetrad de executivos. *Anais Do Congresso ANPCONT, Foz Do Iguaçu, Brasil*, 14.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Políticas de Dividendos das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), 348–361.
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de Governança Corporativa, Valor e Desempenho da Firma no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18.
- Silva, D. M., Martins, V. A., & Lemes, S. (2016). Escolhas Contábeis: reflexões para a pesquisa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 129–156.
- Silva, D. R. (2012). *Associações entre rating de crédito e estrutura de capitais de empresas listadas na América Latina*. Tese de Doutorado em Administração de Empresas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, SP, Brasil.
- Silva, J. P., Gonçalves, R. S., Bonfim, M. P., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade do lucro versus governança corporativa: Uma análise das companhias de utilidade pública listadas na B3. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 48–76.  
<https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/3680>
- Silva, L. A. C., & Hofmann, R. M. (2017). Análise financeira de uma empresa do setor de consumo cíclico: o caso da CVC no período de 2010 a 2015. *Anais Do Congresso Brasileiro de Engenharia de Produção, Ponta Grossa, PR, Brasil*, 7.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Sinclair, T. J. (2005). *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of CreditWorthiness*. Cornell University Press.
- Soares, G. O. G., Coutinho, E. S., & Camargos, M. A. (2012). Determinantes do rating de crédito de companhias brasileiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 109–143.
- Sousa, E. P. (2017). Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals. *Anais Do USP International Conferece in Accounting, São Paulo, SP, Brasil*, 17.
- Sousa, E. P. (2016). *Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals*. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade Estadual de São Paulo, SP, Brasil.

- Souza, F. E. A., Botinha, R. A., & Lemes, S. (2016). A Comparabilidade das Escolhas Contábeis na Mensuração de Ativos Intangíveis de Companhias Abertas Brasileiras e Portuguesas. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 15(3), 1117–1142.
- Souza, J. L. (2019). *Influência do ciclo de vida organizacional no trade-off de gerenciamento de resultados por meio de accruals e decisões operacionais*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, PR, Brasil.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 249–281.
- Susanto, Y. K., & Pradipta, A. (2016). Corporate governance and real earnings management. *International Journal of Business, Economics and Law*, 9(1), 17–23.
- Talbi, D., Ali Omri, M., Guesmi, K., & Ftiti, Z. (2015). The role of board characteristics in mitigating management opportunism: The case of real earnings management. *Journal of Applied Business Research*, 31(2), 661–674.
- Tosun, O. ., & Senbet, L. . (2020). Does internal board monitoring affect debt maturity? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(1), 205–245.
- Vakilifard, H., & Mortazavi, M. (2016). The Impact of Financial Leverage on Accrual-Based and Real Earnings Management. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2), 53–60.
- Vale, M. P. E. M. (2016). *A construção de legitimidade das agências de rating de crédito no Brasil*. Tese de Doutorado em Administração, escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. São Paulo, SP, Brasil.
- Vasconcelos, C., Miyashiro, I., Reis, D., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 37–52.  
<https://doi.org/10.11606/rco.v2i3.34712>
- Vuong, Q. H. (1989). Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses. *Econometrica*, 57(2), 307–333.
- Watts, R. L. (1992). Accounting Choice Theory and Market-Based Research in Accounting. *British Accounting Review*, 24(1), 235–267.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221.
- Watts, R. L. ., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Prentice Hall.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Williamson, O. (1983). Credible Commitments: using hostages to support exchange. *American Economic Review*, 73(4), 519–540.
- Williamson, O. (1984). Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 93(7), 1197–1230.

- Ye, K. (2014). Independent director cash compensation and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 391–400.
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal Finance and Economics*, 88(1), 245–271.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703.
- Zhang, E. X. (2020). The impact of cash flow management versus accruals management on credit rating performance and usage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(2–3), 1163–1193.
- Zhanga, Y., Perolsb, J., Robinsonc, D., & Smith, T. (2018). Earnings management strategies to maintain a string of meeting or beating analyst expectations. *Advances in Accounting*, 43(1), 46–55. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.09.001>