



Gerenciamento de Resultados e Crescimento das Firmas: Um Estudo das Empresas Listadas no Novo Mercado da B3

Resumo

O objetivo deste estudo foi de identificar a existência de práticas de gerenciamento de resultados e sua relação com as oportunidades de crescimento em empresas brasileiras de capital aberto com alto nível de governança. Para atender este objetivo, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa. A amostra compreendeu 114 empresas de capital aberto participantes da carteira teórica Novo Mercado da Brasil Bolsa Balcão (B3). O Gerenciamento de Resultados foi calculado pelo modelo de Jones (1991) modificado (Dechow et al., 1995) e as oportunidades de crescimento foram calculadas pelo índice *market-to-book* das companhias. Foi desenvolvido um modelo de dados em painel para verificar a relação entre as variáveis gerenciamento de resultados e crescimento. Conclui-se que o baixo poder explicativo apresentado nos modelos utilizados na pesquisa, não permite afirmar que existam práticas de gerenciamento de resultados nas organizações estudadas e que as oportunidades de crescimento dessas companhias influenciem às práticas mencionadas. Tais achados diferenciam-se dos resultados inferidos por Martinez (2008) que afirma que as companhias abertas do Brasil gerenciam resultados como resposta a estímulos do mercado, assim como dos achados da pesquisa de Erfurth e Bezerra (2013) que puderam inferir que houve gerenciamento de resultados em todos os níveis de governança da Bovespa no período de 2000 a 2007 e ainda se contrasta do resultado encontrado por Li e Kuo (2016) que infere que nas empresas de capital aberto dos Estados Unidos da América, no período de 2005 a 2009 o gerenciamento de resultados diminui conforme as oportunidades de crescimento das empresas se tornam menores.

Palavras-Chave: Escolhas Contábeis; Gerenciamento de Resultados; Governança Corporativa.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais





1 INTRODUÇÃO

No contexto organizacional, escolhas feitas pelos gestores são elementos cruciais no alcance de resultados almejados (Hoque & Moll, 2006). Decisões contábeis são realizadas de forma individual ou conjunta para se chegar ao objetivo determinado pela firma, aquele que considera ser a decisão ótima no sentido de maximização do valor dos ativos da organização (Fields, Lys & Vincent, 2001).

As normas de contabilidade permitem flexibilização nestas escolhas contábeis, visto que o ambiente de divulgação varia de acordo com o desenvolvimento dos sistemas legais e dos mercados. Todavia, esta flexibilidade abre oportunidade para os gestores utilizarem as demonstrações contábeis com objetivos diversos à fidedignidade da informação, os quais podem ser, por exemplo, aumentar sua remuneração por meio de mecanismos como o *equity compensation* (remuneração com base no valor das ações) ou ainda aumentar ou diminuir o lucro para atender a interesses distintos (Li & Kuo, 2016; Murcia & Werger, 2011; Silva, Martins & Lemes, 2016).

O mercado não é capaz de assimilar de modo integral as motivações dos gestores quando utilizam escolhas contábeis para manipular ou gerenciar resultados, o que pode gerar altos custos para que se coíbam tais ações (Bragança, Medeiros & Melillo, 2019).

Pesquisadores que visam detectar e analisar o gerenciamento de resultados contábeis nas empresas baseiam-se na avaliação do grau de *accruals* discricionários (apropriações discricionárias) pelos gestores, os quais compreendem escolhas contábeis subjetivas que não se situam fora dos Padrões Contábeis aceitáveis, contudo conduzem a um resultado mais interessante para os mesmos ou para a organização (Coelho & Lopes, 2007).

A busca por minimizar os motivos conflitantes que levam aos gerenciamentos de resultados, tem feito com que as partes contratantes restrinjam as escolhas contábeis disponíveis para os tomadores de decisão (Watts & Zimmerman, 1986).

Como forma de minimizar os custos de agência, evitar expropriações da riqueza dos proprietários por parte dos gestores e equilibrar a relação entre gestores e acionistas surgem as Boas Práticas de Governança Corporativa (Rossetti & Andrade, 2012).

Neste contexto a Governança Corporativa tem papel importante quando da aplicação de seu conjunto de mecanismos na busca pela tomada de decisão corporativa consciente, com a finalidade é de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para a organização, sem, contudo, deixa de atender aos interesses individuais no contexto organizacional (Silveira, 2010).

Todavia, estudos nacionais como de Correia, Moura e Klann (2015), Amaral e Louvet (2017), Rodrigues et al., (2019), Morás e Klann (2020), Mazzioni, Prigol, Vargas, Dal Magro e Mazzioni (2021), Barbosa, Cabral, Nascimento e Bizzaria (2021) e internacionais como Li e Kuo (2016), Garel, Martin-Flores, Abdelkarim e Zuriqui (2020), Imran, Ejaz, Spulbar, Birau e Nethravathi (2020) e Petit-Romec e Scott (2021), sobre as escolhas contábeis relacionadas ao gerenciamento de resultados, a qualidade das informações contábeis, sua relação com práticas de Governança Corporativa e os impactos econômico-financeiros nas companhias, evidenciam que o uso de gerenciamento de resultados nem sempre pode ser coibido.



As empresas de capital aberto brasileiras, segundo, estudo de Martinez (2008) gerenciam resultados como resposta aos estímulos produzidos pelo mercado. Erfurth e Bezerra (2015) analisaram a correlação entre a adesão a diferentes segmentos de governança da Bovespa e as práticas de Gerenciamento de Resultados no período de 2000 a 2007, utilizando o modelo de detecção de *accruals* discricionários desenvolvido por Kang e Silvaramkrishnan (1995) (modelo KS) e não puderam concluir que um maior nível de governança significa um menor grau de gerenciamento de resultados. Todavia, verifica-se uma lacuna no que tange a estudos nacionais que utilizem diferentes modelos para verificar a existência de Gerenciamento de Resultados em empresas brasileiras que participam dos níveis de governança da Brasil Bolsa Balcão (B3).

Na perspectiva das Escolhas Contábeis e considerando os mecanismos de Governança Corporativa, no sentido de que combatam as práticas de gerenciamento de resultados, busca-se responder a seguinte questão: **Há práticas de gerenciamento de resultados nas empresas listadas no Novo Mercado da B3 e elas são afetadas pelo crescimento das companhias?**

Para responder à questão de pesquisa definiu-se como objetivo deste artigo identificar se existem práticas de gerenciamento de resultados e sua relação com as oportunidades de crescimento em empresas brasileiras de capital aberto com alto nível de governança corporativa.

Este trabalho visa contribuir com o tema ‘gerenciamento de resultados’ e a Teoria das Escolhas Contábeis, verificando se o uso da discricionariedade em lançamentos contábeis muitas vezes compelidos por interesses próprios de gestores é afetado pelo crescimento das empresas categorizadas no mais alto índice de governança corporativa do mercado brasileiro, desta forma preenchendo uma lacuna existente na literatura sobre tal abordagem em empresas brasileiras.

Este artigo está estruturado em cinco seções, iniciando-se pela introdução, seguida da base teórica que embasará o procedimento de investigação, passando pela metodologia com o procedimento de coleta e análise dos dados com a apresentação dos mesmos na seção seguinte e, por fim, as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria das Escolhas Contábeis

A Escolha Contábil é percebida inicialmente no trabalho de Modigliani e Miller (1958) em que, conforme estes autores, há três categorias de objetivos ou motivações: contratação, precificação de ativos e influência entre as partes.

As pesquisas contábeis entre 1960 e 1970 trabalhavam com a hipótese de que os mercados eram eficientes e buscaram associar os retornos das ações com as informações contábeis (Fama, 1970; Fields et al., 2001).

A perspectiva de estudos sobre o tema escolha contábil, no início dos anos 1980, começaram a criticar a Hipótese de Mercados Eficientes de Fama (1970) e a associação das informações contábeis e retorno das ações. (Watts & Zimmerman, 1986). Pode-se dizer que as classificações utilizadas por MM se encaixam perfeitamente com as classificações utilizadas por Holthausen e Leftwich (1983) e Watts e Zimmerman (1986).

Como advogado por Watts e Zimmerman (1986), é possível que o gerente, tomador da decisão, possa vir a escolher métodos contábeis visando seus interesses com o intuito de aumentar o preço das ações que possuem, antes da expiração das mesmas, desta forma se beneficiando da situação. Os autores ainda trazem que a busca por minimizar estas situações, motivos conflitantes, tem feito com que as partes contratantes restrinjam as escolhas contábeis disponíveis para os tomadores de decisão.



Watts e Zimmerman (1986) associam a decisão de contratação ou escolha contábil, com precificação de ativos e influência das partes. Este exemplo também permite verificar uma forte influência da teoria da firma e da teoria da agência no contexto das escolhas contábeis.

O fato é que, mesmo com o conflito de agência, a contratação eficiente fornece outra explicação para a existência de escolha contábil em contratos de compensação, embora a descrição de relatórios financeiros possa permitir que os gerentes aumentem sua compensação, tal descrição também melhora o alinhamento de seus interesses com os dos acionistas, uma vez que os acionistas podem ter o mesmo interesse que o agente, maximizar resultados, desta forma, potencializando valorização das ações (Watts & Zimmerman, 1986).

Watts e Zimmerman (1990) revisaram as pesquisas da década de 1980 e pontuaram que uma das deficiências nos estudos da contabilidade positiva sobre o tema é o fato de não explicar a escolha do conjunto aceito e a escolha do método contábil no conjunto escolhido. Também criticam o fato de que grande parte dos pesquisadores focou em apenas uma escolha contábil quando o resultado foi o combinado do efeito de várias escolhas.

Pelos aspectos abordados, pode-se perceber também que a formação da Teoria das Escolhas Contábeis tem muito dos pressupostos da Teoria Contratual da Firma e Teoria Positiva da Contabilidade, embasada na concepção de que a Firma é um conjunto de contratos existentes entre agentes e na existência de custos referentes aos mesmos (Watts & Zimmerman, 1990).

Watts (1992), ao discutir a Teoria da Escolha Contábil, advoga que escolhas contábeis incluem a escolha do gestor por um método contábil em detrimento de outro, citando como exemplo a escolha do método de depreciação linear em vez do método de depreciação acelerada.

Hendriksen e Van Breda (1999) se referem à Teoria das Escolhas como a quais escolhas se farão diante de várias disponíveis, supondo que os indivíduos que vão tomar tais decisões são capazes de avaliar todas as alternativas e escolher a mais vantajosa.

Segundo Fields, Lys e Vincent (2001) há imperfeições no mercado que são decorrentes dos custos de agência e ausência de um mercado completo, ou seja, perfeito. A escolha contábil é determinada por influência de um ou mais arranjos contratuais da firma. Watts e Zimmermann (1986) consideram esta perspectiva associada a contratação eficiente. As decisões contábeis serão escolhidas de forma individual ou conjunta para se chegar ao objetivo determinado pela firma, aquele que considera ser a decisão ótima (Fields, Lys e Vincent, 2001).

Conforme Fields et al. (2001) na precificação de ativos encontram-se as escolhas contábeis que visam influenciar os preços dos ativos. Aqui se encaixam as decisões de gerentes ou tomadores de decisão que buscam atender as previsões de lucros e evitar queda nos preços das ações, uma vez que a perda de valor dos ativos pode afetar, negativamente, o preço das ações da firma (Fields et al., 2001).

Segundo Fields, et. al (2001) há influência entre as partes, as escolhas contábeis influenciarão partes externas a firma, que são proprietários de ações ou potenciais proprietários. Ainda, conforme estes autores, as decisões contábeis, contadas pelos números contábeis divulgados, influenciarão as decisões de terceiros.

Corroboram com as categorias as três imperfeições no mercado que afetam as escolhas contábeis conforme Fields et al. (2001): custos de agência, assimetria de informação e externalidades, as quais teriam poder de impactar a terceiros com elementos contratuais ou não contratuais.

O conceito de escolhas contábeis pode ser entendido como decisões que objetivam influenciar resultados de maneira particular em demonstrações contábeis publicadas,



demonstrativos fiscais e documentos regulatórios. As pesquisas sobre escolhas contábeis estão relacionadas ao comportamento oportunista; a Governança Corporativa; ao desempenho da firma; assimetria de informação e a regulação (Fields et al., 2001).

Fields, et al. (2001) ponderam sobre o princípio da literatura das Escolhas Contábeis e sua correlação com as teorias de Modigliani e Miller (MM), pois a razão para as Escolhas Contábeis seria a de utilidade da informação contábil para a tomada de decisão, principalmente pelos usuários externos, e as teorias de MM, conforme advogam Camargos e Araújo (2011), argumentam sobre os critérios do processo racional de uma empresa que seriam maximizar lucros e seu valor de mercado para se tornarem atrativas e angariarem investimentos. Todavia as teorias de MM sugeriam um mundo ideal com mercados perfeitos, neste mundo não haveria espaço para a contabilidade, então o intuito das Escolhas Contábeis seria a de se contrapor a esta abordagem e trabalhar com as incertezas do mundo real da melhor forma possível.

Fields, Lys e Vincent (2001) trazem o conceito de escolhas contábeis como decisões que objetivam influenciar resultados de maneira particular em demonstrações contábeis publicadas, demonstrativos fiscais e documentos regulatórios. Estes autores frisam que as escolhas contábeis dependem dos atores que às manuseiam e quais os interesses destes. No geral as entidades que utilizam das Escolhas Contábeis buscam gerenciamento de resultados de forma maximizadora ou oportunista.

Para que o gerenciamento de resultados por meio das Escolhas Contábeis seja efetivo, devem haver usuários da informação contábil que não estão a par ou estão desinteressados em relação a geração dos dados que compõe os relatórios que eles estão utilizando (Fields et al., 2001).

A escolha de determinado método em detrimento a outro vem de encontro a diferentes interesses ou motivações, por exemplo, aumentar remuneração ou ainda aumentar ou diminuir o lucro para atender a interesses distintos (Murcia e Werger, 2011).

Silva (2016) baseada nos estudos de Nobes (2006; 2013) classifica as escolhas contábeis em 2 categorias: Escolhas contábeis evidentes e Escolhas Contábeis Ocultas. Às evidentes se referem a escolhas de mensuração, reconhecimento, classificação, apresentação e momento de adoção de uma norma, como exemplo, a escolha contábil para contabilização de estoques. Às ocultas se referem a critérios vagos, como exemplo, é possível cita as IFRS e decisões operacionais.

Watts e Zimmerman (1986) tratam as escolhas contábeis sob o aspecto de que podem ser benéficas, uma vez que os métodos contábeis alternativos nem sempre serão substitutos perfeitos dentro de uma perspectiva da contratação eficiente. Todavia, gestores tem a oportunidade de agir em proveito próprio ou dos sócios majoritários, gerenciando resultados por meio de escolhas contábeis que nivelam lucros e fluxos de caixa, o que culmina em divulgação de relatórios financeiros que demonstrem valores mais atrativos para investidores (Coelho & Lopes, 2007; Anton & Carp, 2020).

2.2 Governança Corporativa

Como conceito, entende-se, a Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos que visam a tomada de decisões corporativas conscientes e cuja finalidade é maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio, sem, contudo, atender a interesses individuais no contexto organizacional (Silveira, 2010).

Pelo fato de haverem interesses distintos entre os investidores e os gestores no ambiente



organizacional, mecanismos de Governança Corporativa foram criados. Estes mecanismos tem a função de garantir maior transparência e confiabilidade aos investidores, de forma que os proteja de uma possível expropriação de capital que os gestores podem os causar (Almeida, Scalzer & da Costa, 2008).

Fenômenos globais, relacionados a onda de aquisições hostis nos Estados Unidos nos anos 1980; o crescimento e maior ativismo dos investidores institucionais; privatizações nos países europeus e em desenvolvimento; integração global dos mercados; crises nos mercados emergentes e a série de escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa motivaram o movimento pró-governança (Silveira, 2010).

Os primeiros movimentos pró-governança iniciaram-se nos anos 1980 e buscavam, de alguma forma, aumentar a gestão sobre os executivos das organizações, tendo como principal característica controlar a expropriação de riquezas e abusos de poder observados à época pelos principais Fundos de Pensão, considerados os maiores investidores naquele momento (Bastos e Silva, 2018).

No Brasil este movimento de boas práticas foi mais acentuado com as privatizações e a abertura do mercado nacional, ocorrido nos anos de 1990, seguido da estabilização da economia, com o Plano Real, que vislumbrou as organizações planejarem crescimento neste ambiente de estabilidade e, com isso, também pode ter condições de buscar maior qualidade nos trabalhos de controle, inclusive, foi nesta década, especificamente no ano de 1995, que foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, renomeado em 1999, como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), mesmo ano do lançamento de seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (Bastos e Silva, 2018).

De acordo com Bushman e Smith (2003), a estrutura de governança corporativa é uma argumentação que pavimenta a transparência corporativa tendo como finalidade disponibilização de informações confiáveis aos acionistas minoritários; ter mecanismos para evitar a apropriação indevida dos rendimentos pelos executivos e incentivar que os administradores busquem a maximização do valor da firma (Correia, Amaral & Louvet, 2017).

Ainda neste sentido da maximização, está na adoção das boas práticas de Governança Corporativa uma forma de minimizar o conflito de agência e, desta forma, monitorar o comportamento da gestão quanto aos resultados e as escolhas realizadas em relação a aplicação dos recursos da organização, ficando evidenciado que os mecanismos da Governança Corporativa estimulam os tomadores de decisão a agir de forma a maximizar o valor da firma além de alinhar os interesses das partes conflitantes (Barbosa, Cabral, Nascimento & Bizarria, 2020).

A Governança Corporativa é observada quando se tem uma redução nos conflitos relacionados às expectativas existentes entre os acionistas e os executivos gestores, guiado pela atuação dos conselhos que mediarão estes conflitos de forma a reduzir os riscos, além de buscarem excelência na tomada das mais importantes decisões corporativas, de forma a se ter um processo transparente adequado às boas práticas de gestão, inseridas no contexto da Governança Corporativa (Bastos, 2018).

Há um aumento considerável de pesquisas com fins de avaliar a relação entre os incentivos, baseados em ações ou opções, para os executivos das organizações e uma possível redução de manipulação de resultados e, com isso, indo de encontro com a visão de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (Li & Kuo, 2016).

Há uma maior assimetria de informações em empresas em crescimento que dificulta aos acionistas determinarem se os gestores estão tomando decisões que visem à maximização dos



resultados aumentando os custos de agência, prevalecendo à necessidade de se aumentar o mecanismo de incentivo patrimonial, como forma de melhoria da transparência dos relatórios financeiros para se ter melhor monitoramento (Li & Kuo, 2016).

Empresas com oportunidades de crescimento, segundo a Teoria de Finanças Corporativas, tende a ter executivos que buscam aumentar os incentivos para explorar essas oportunidades por meio de contratos de remuneração mais convexos, logo, com o aumento das oportunidades de crescimento faz com que o benefício econômico gerencial para que se busque riscos e maximização do valor da firma serão maiores que o desconto que os executivos aplicam a salários de risco e, desta forma, haverá melhora no desempenho da firma. Estas são as razões do enfraquecimento da relação entre incentivos de capital e gerenciamento de resultados para empresas em crescimento (Li & Kuo, 2016).

Há outros estudos, realizados por Erfuth e Bezerra (2013), Konraht, Soutes e Alencar (2016), que encontraram evidências empíricas que divergem do estudo de Martinez (2008) especificamente, não encontrando relação entre o nível de governança das companhias dos segmentos N1, N2 e Novo Mercado da BM&FBOVESPA e os níveis de gerenciamento de resultados no período estudado, evidências contrárias que caminham para uma falta de consenso dos estudos brasileiros relacionados ao tema (Correia, Amaral & Louvet, 2017).

2.3 Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados se refere a discricionariedade que os gestores utilizam, no momento da elaboração das demonstrações contábeis, para modificar os resultados da organização e a composição do seu patrimônio (Sprenger, Kronbauer & Costa, 2017). As motivações que amparam essa prática, são objetivos específicos dos gestores, que ofuscam as informações sobre o desempenho econômico da empresa perante partes interessadas, com intuito de garantir ganhos. (Sincerre, Sampaio, Famá & Santos, 2016).

Portanto, gestores que pretendem induzir certos *stakeholders* ao erro, de forma que garantam vantagens para si, utilizam o gerenciamento de resultados como ferramenta proposital de intervenção nos relatórios financeiros externos, porém isto ocasiona o comprometimento da qualidade da informação contábil. É um fenômeno que pode produzir distribuições de riquezas injustificáveis e impactar na eficiência das empresas que participam do mercado de capitais (Martinez, 2008).

Muitos gestores utilizam seu julgamento para manter lucros por vários períodos consecutivos, com intuito de manter a atratividade da empresa perante investidores e, para isto, intensificam as práticas de gerenciamento de resultados, principalmente nos últimos anos desta cadeia de lucros (Na, 2018). Práticas similares ocorrem quando da emissão de debêntures: os Estudos de Sincerre et al. (2016), em empresas brasileiras, obtiveram resultados que sugerem que há gerenciamento no trimestre que antecede a emissão, o que indica que os investidores podem ter sofrido influência na sua decisão de investir em debêntures de empresas com resultados financeiros ruins, porém inflados pelo GR.

No Brasil, os CEOs das companhias de capital aberto percebem em média 8% do resultado líquido da entidade como remuneração por desempenho e este é um dos principais fatores que levam tais gestores a gerenciar resultados (Sprenger et al., 2017). Nas empresas dos Estados Unidos da América, também existe um fenômeno parecido: Remunerações por desempenho incentivam gestores a manipular resultados (Li e Kuo, 2016).



2.4 Índice Market-to-Book e as oportunidades de crescimento das firmas

O *Market-to-book* ou Preço das Ações/Valor Patrimonial das ações, indica como o mercado está disposto a pagar sobre o patrimônio líquido da empresa registrado nos livros contábeis. Quando esta proporção é maior do que 1 sinaliza que o mercado valoriza determinada companhia mais do que está contabilizado, pois o mercado está reconhecendo algo que não foi captado pela contabilidade. E quando esta proporção é menor que 1 (um) significa o oposto: o mercado não está reconhecendo, seja de forma total ou parcial, os valores que a contabilidade registrou (Sant'Anna, Louzada, Queiroz & Ferreira, 2015).

Pelo fato do índice *market-to-book* sinalizar o quanto os investidores estão dispostos a pagar pelas ações da firma, gestores podem se valer desta informação para mensurar o crescimento das firmas, pois infere-se que firmas que apresentam este índice com valores mais baixos tem maiores oportunidades de crescimento (Li e Kuo, 2016; Li et al., 2016). No tocante a isto, Gu, Lee e Rosett (2005) evidenciaram que empresas com maiores taxas de crescimento, estão mais propensas a gerenciar resultados. O estudo de Almeida, Lopes e Corrar (2013) demonstrou que empresas com *market-to-book* maior que 1 tendem a gerenciar resultados com mais frequência, visto que têm diante de si a informação que denota perspectiva de crescimento para a organização.

3 METODOLOGIA

3.1 Delineamento da pesquisa

Para atender ao objetivo deste estudo, realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e de abordagem quantitativa. Os documentos utilizados foram os balanços patrimoniais, demonstrações de resultado dos exercícios e índices de Preço/Valor Patrimonial (*market-to-book*) divulgados pelas companhias, sendo acessados diretamente das páginas oficiais das empresas e por meio da base de dados Bloomberg.

A população da pesquisa compreendeu as 192 empresas listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão que fazem parte da carteira teórica de ativos do índice IGC-NM, o qual segundo a B3 (2021), é o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos emitidos por empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa listadas no Novo Mercado desta bolsa de valores. Em razão das particularidades do setor, foram excluídas as companhias que desempenhavam atividades financeiras. Foram excluídas também as empresas que não possuíam informações suficientes para o cálculo de todas as variáveis empregadas na pesquisa. Por conseguinte, a amostra compreendeu 114 companhias.

3.2 Variáveis de estudo

Para calcular a variável ‘gerenciamento de resultados’ por meio de *accruals* discricionários, foi utilizado o modelo de Jones (1991) modificado proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995), que advogam ser um modelo com maior poder de detecção de gerenciamento de resultados. Martinez (2008) denota que o modelo é o mais utilizado na literatura. Este modelo foi empregado em estudos nacionais como os de Coelho e Lopes, (2007), Sincerre et al. (2016) e Vargas, Mazzioni e Dal Magro (2021) e internacionais como de Li, Holmes e Lee (2016), Al Saedi (2018), e Abdelkarim e Zuriqi (2020). Sua fórmula é:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it} - 1} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it} - 1} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}}{A_{it} - 1} \right) + \varepsilon_{it}$$

Onde:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;



$Ait-1$ = total de ativos da empresa i no período $t-1$;

ΔRit = variação da receita líquida da empresa i do período $t-1$ para o período t ;

$\Delta CRit$ = variação de clientes da empresa i do período $t-1$ para o período t ; e

ε_{it} = resíduos da regressão da empresa i no período t .

As estimativas para os parâmetros específicos α_1 e α_2 são geradas pela regressão.

O modelo de Jones Modificado foi criado como alternativa para diminuir o aumento das contas a receber pelas variações de vendas, partindo do pressuposto de que há a possibilidade de manipulação dos valores das vendas a prazo. Este modelo exclui o crescimento das contas a receber, caracterizando-as como manipulação no período (Sincerre et al., 2016).

Primeiramente, os *accruals* totais foram calculados pela diferença entre a variação do ativo corrente (deduzida da variação em disponibilidades em t) e a variação do passivo corrente (deduzida da variação dos financiamentos e empréstimos em curto prazo em t), diminuída pelo montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período (Martinez, 2008).

Em seguida, utilizando-se o cálculo do modelo de Jones acima mencionado, estimaram-se os parâmetros α_1 e α_2 por meio de regressões múltiplas. Calculados os parâmetros, eles foram então multiplicados na fórmula seguinte para encontrar os *accruals* não discricionários e discricionários, sendo os últimos a variável dependente relacionada ao objetivo do estudo de verificar a relação entre o crescimento das firmas e o gerenciamento de resultados:

$$DAit = \frac{TAit}{Ait - 1} - \left(\alpha_1 \left(\frac{1}{Ait - 1} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Rit - \Delta CRit}{Ait - 1} \right) \right)$$

Onde:

$TAit$ = *accruals* totais da empresa i no período t ;

$DAit$ = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

A variável independente ‘crescimento da empresa’ teve como *proxy* o índice *market-to-book* (ou Preço das Ações/Valor Patrimonial das ações) nos períodos analisados. Estudos internacionais como os de Li e Kuo (2016), Li et al. (2016) e Tahir, Ibrahim e Nurullah (2019) utilizaram este indicador com a mesma finalidade.

3.3 Modelo de regressão utilizado

O modelo de regressão linear utilizado para analisar o impacto da variável independente ‘crescimento das empresas’ sobre a variável dependente ‘gerenciamento de resultados’ foi:

$$GR_{i,t} = \beta_0 \text{Crescimento}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$GR_{i,t}$ = Gerenciamento de resultados da empresa i no período t ;

β_0 = parâmetro estimado pela regressão;

$\text{Crescimento}_{i,t}$ = Crescimento da empresa i no período t ;

ε_{it} = resíduos da regressão da empresa i no período t .

As regressões são apresentadas em forma de dados em painel e os dados são discutidos na próxima seção.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Gerenciamento de resultados

Inicialmente foram calculados os *accruals* discricionários das empresas pelo modelo modificado de Jones. É importante salientar que na fase em que se estimaram os coeficientes do modelo de Jones modificado para o cálculo das variáveis independentes que explicam os *accruals*



totais, o modelo retornou um baixo poder explicativo como se pode observar a seguir na Tabela 1:

Tabela 1

Resumo descritivo dos resultados do Modelo de cálculo dos *accruals* totais

Modelo	R	R Quadrado	R Quadrado ajustado	Erro Padrão
1	,240 ^a	,057	,054	,1253098

Fonte: dados da pesquisa

Observa-se que o resultado do R^2 , o poder explicativo do modelo de regressão, utilizado para o cálculo dos *accruals* totais foi de 5,4%.

É possível observar a partir das 487 observações totais realizadas a partir das 114 empresas nos cinco anos analisados, que a correlação entre as variáveis '1(um) sobre ativo total do ano anterior' e '*accruals* totais sobre ativo total do ano anterior' é positiva e baixa (0,239) e a correlação entre as variáveis '*accruals* totais sobre ativo total do ano anterior' e 'variação das receitas menos a variação do contas a receber divididos pelo ativo total do ano anterior' também é baixa, porém negativa (-0,01), o que indica que em ambas as situações a relação entre as variáveis é fraca, conforme apresentado na Tabela 2 abaixo:

Tabela 2

Matriz de correlação entre as variáveis do modelo de cálculo de *accruals* totais

		TA/Ait-1	1/at-1	var Rit-Var Crit/Ait - 1
Correlação de Pearson	TA/Ait-1	1,000	,239	-,010
	1/at-1	,239	1,000	-,104
	var Rit-Var Crit/Ait - 1	-,010	-,104	1,000
Sig. (1-tailed)	TA/Ait-1	.	,000	,410
	1/at-1	,000	.	,011
	var Rit-Var Crit/Ait - 1	,410	,011	.

O resultado do modelo de Jones não permite afirmar que a utilização dos *accruals* discricionários tem relação estatística com gerenciamento de resultados, uma vez que nenhuma das variáveis evidencia alto poder de explicação, assim como no estudo de Coelho e Lopes (2007). As estatísticas descritivas destes *accruals* são apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3

Estatística descritiva dos *accruals* discricionários

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
AD	487	-28,6971*	789,1227*	-20,746122*	57,7902530*

Fonte: dados da pesquisa

Nota. *Em milhões de dólares. Para efeitos de informação, o câmbio na data do levantamento dos dados era de US\$ 1,00 = R\$ 4,9143.

Os dados sugerem que a média de gerenciamento de resultados no período estudado foi de



US\$ 20,75 milhões de manipulação de resultados de forma negativa (Dechow, et al., 1995). O valor máximo de *accruals* discricionários verificado acima, quando confrontado com o desvio padrão verificado (57,79) sugere que há pelo menos uma empresa *outlier* com valor de gerenciamento de resultados para maior, muito acima da média.

4.2 Análise do impacto do crescimento das companhias sobre o gerenciamento de resultados

De posse dos dados referentes ao gerenciamento de resultados, analisaram-se então os dados referentes às oportunidades de crescimento das companhias (variável $Crescimento_{i,t}$), cujo *proxy* foi o índice *market-to-book* das companhias em cada período. As estatísticas descritivas destes dados são exibidas na Tabela 4.

Tabela 4

Estatística descritiva da variável ‘Crescimento’

Variável	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
$Crescimento_{i,t}$	487	-17,1700	44,4800	2,612936	3,9995301

Fonte: dados da pesquisa

Os dados sugerem que a média de ‘crescimento’ no período estudado foi de 2,61. O valor máximo de ‘crescimento’ observado, quando confrontado com o desvio padrão verificado (3,99), sugere que há empresas *outliers*, tanto para maior quanto para menor na amostra estudada.

O modelo de regressão com dados em painel utilizado foi o *Random-effects GLS regression*, que leva em conta os diferentes anos ao analisar a relação entre as variáveis. O objetivo foi de investigar se a variável crescimento das companhias ($Crescimento_{i,t}$) poderia explicar o gerenciamento de resultados ($GR_{i,t}$). Neste caso, o modelo não se mostrou significativo estatisticamente, conforme pode-se verificar na Tabela 5:

Tabela 5

Modelo de regressão com dados em painel das variáveis GR x Crescimento

Random-effects GLS regression		Número de observações = 487	
Número de grupos = 114			
R-quadrado:			
entre = 0.0005			
Prob > qui quadrado = 0.8633			
$Crescimento_{i,t}$	Coef.	Erro Pad.	z P> z [95% Intervalo de conf.]
$GR_{i,t}$	-.0005626	.0032667	-0.17 0.863 -.0069652 .00584
cons	2.609448	.227508	11.47 0.000 2.16354 3.055355
sigma_u 1.4005882			
sigma_e 3.6544371			
rho .12807364			

ORGANIZAÇÃO





Fonte: dados da pesquisa

Como é possível ressaltar, o coeficiente de determinação da regressão (R^2) demonstra que o poder de explicação da variável $Crescimento_{i,t}$ sobre a variável $GR_{i,t}$ é de 0,0005 e confirma que o modelo não é explicativo para a amostra estudada.

Outra observação feita relaciona-se com o p-valor (0,863) verificado no modelo que demonstra que o nível de confiança é menor que 14%.

Por se tratar de um painel desbalanceado, foi feita uma tentativa de ajuste afim de obter uma maior capacidade explicativa e maior nível de confiança do modelo, retirando as companhias que não possuíam dados nos 5 anos analisados, além de terem sido removidos dados considerados *outliers*. Mas, tal procedimento resultou em um modelo com menor poder explicativo, logo, foi desconsiderado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O gerenciamento de resultados pode ser entendido como a discricionariedade que os gestores se prevalecem para modificar os resultados da organização e a composição do seu patrimônio (Sprenger, Kronbauer & Costa, 2017).

O objetivo deste artigo foi identificar se existem práticas de gerenciamento de resultados e sua relação com as oportunidades de crescimento em empresas brasileiras de capital aberto com alto nível de governança corporativa.

O modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995) detectou o gerenciamento de resultados nas empresas pesquisadas, mas demonstrou um baixo poder explicativo, o que não permite que se possa inferir que existe gerenciamento de resultados nas empresas do Novo Mercado, diferenciando-se, portanto dos resultados do estudo de Erfurth e Bezerra (2013) que inferiram que existiu gerenciamento de resultados em todos os níveis de governança da Bovespa no período de 2000 a 2007. Percebeu-se ainda que o valor máximo apresentado nesta variável, foi superior à média encontrada, sinalizando uma possível ocorrência de uma ou mais companhias que se utilizaram de forma expressiva tal prática. Com intuito de identificar as oportunidades de 'crescimento' das empresas examinadas, utilizou-se o índice *market-to-book* como métrica. A média deste índice no período analisado foi de 2,61, no entanto algumas empresas apresentaram valores muito superiores e muito inferiores de oportunidades de crescimento.

Para verificar o impacto do crescimento das firmas sobre o gerenciamento de resultados, foi desenvolvido um modelo de regressão de dados em painel, o qual apresentou baixo poder explicativo e, estatisticamente não significativo para explicar as variações da variável crescimento.

A insignificância do modelo não permite constatar resultados similares aos do estudo de Almeida et al. (2013), que verificou que nas empresas de capital aberto brasileiras que negociavam suas ações na BOVESPA entre os anos de 1998 e 2005, sem levar em conta a distinção entre níveis de governança corporativa, haver indícios que o índice *market-to-book* das empresas pode influenciar para que os gestores gerenciem resultados. De igual forma não se pode inferir que o gerenciamento de resultados diminui conforme as oportunidades de crescimento das empresas se tornam menores, de acordo com o resultado encontrado no estudo de Li & Kuo (2016), que utilizou os dados de empresas dos Estados Unidos da América e abrangeu o período de 2005 a 2009.

Conclui-se que o baixo poder explicativo apresentado nos modelos utilizados na pesquisa,



não permite afirmar que existam práticas de gerenciamento de resultados nas organizações estudadas e que as oportunidades de crescimento dessas companhias influenciem às práticas mencionadas. Tal conclusão diferencia-se dos resultados inferidos por Martinez (2008) que afirma que as companhias abertas do Brasil gerenciam resultados como resposta a estímulos do mercado.

As limitações deste estudo compreendem: (1) o baixo poder explicativo dos modelos de regressão utilizados, verificado no decorrer do estudo; (2) O emprego de um número limitado de variáveis que explicam as relações entre gerenciamento de resultados e interesses distintos de gestores de organizações. Como sugestões para pesquisas futuras, recomendam-se: (1) a utilização de diferentes modelos estatísticos de detecção de gerenciamento de resultados; (2) estender a amostra para contemplar empresas de diferentes níveis de governança corporativa, a fim de obter comparações entre estes.

REFERÊNCIAS

- Abdelkarim, N., & Zuriqi, K. (2020). Corporate governance and earnings management: *Evidence from listed firms at Palestine Exchange*. *Asian Economic and Financial Review*, 10(2), 200.
- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S., & da Costa, F. M. (2008). Níveis diferenciados de governança corporativa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2013). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62.
- Al Saedi, A.A., (2018). Earnings management and its relationship with stock returns: An empirical study on a sample of Qatari listed industrial Companies. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(5): 1-12.
- Anton, S. G., & Carp, M. (2020). The effect of discretionary *accruals* on firm growth. Empirical evidence for SMEs from emerging Europe. *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1128-1148.
- B3 (2021). *Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado (IGC-NM B3)*. Recuperado de [Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado \(IGC-NM B3\) | B3](#). Acesso em 23/05/2021.
- Barbosa, F. L. S., de Oliveira Cabral, J. E., do Nascimento, J. C. H. B., & Almeida Bizzaria, F. P. (2021). Corporate governance, dynamic capabilities and business performance in companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão S/A (B3 S/A). *Revista de Administração da UFSM*, 14(1), 182-201.
- Bastos, W.; & Silva, C.D.S. (2018). Evolução da governança corporativa no Brasil: levantamento da produção científica dos cursos de mestrado e doutorado de 2010 a 2016. *Revista Metropolitana de Governança Corporativa*.



- Bragança, C. G, Medeiros, R. D. V. V., & Melillo, P. H. (2019). Escolhas contábeis e gerenciamento de resultados: um estudo sobre o reconhecimento de subvenções governamentais em um hospital filantrópico. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 11(1), 201-219.
- Bushman, R.M., & Smith, A. (2003). Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*, 9.
- Camargo, M. A.; & Araújo, E. A. T. (2011). A Teoria de Investimento de Modigliani e Miller até os dias atuais: Síntese Teórica e Evidências Empíricas. *Anais dos Seminários de Administração do Programa de Pós-graduação em Administração da USP - XIV SemeAD*. São Paulo, SP, Brasil, 14.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(SPE2), 121-144.
- Correia, L.; Amaral, H.F.; & Louvet, P. (2017). Governança Corporativa e Earnings Management em Empresas Negociadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade Vista e Revista*.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225, 1995.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), 32-42.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of Theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fields, T. D.; Lys, T. Z.; Vincent, L. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31. Elsevier, 2001. Págs. 255–307
- Garel, A., Martin-Flores, J. M., Petit-Romec, A., & Scott, A. (2021). Institutional investor distraction and earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101801.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334.
- Hendriksen, E. S., Van Breda, M. F. *Teoria da contabilidade*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.
- Holthausen, R.W., & Leftwich R.W (1986). The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 5, 1983, p.77-117. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90007-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90007-1)



- Hoque, Z., Moll, J. *Rational Choice Theory*. In: HOQUE, Zahirul. *Methodological Issues in Accounting Research – Theories, methods and issues*. London, United Kingdom: Spiramus Press, 2006. Pp. 7-17
- Imran, Z. A., Ejaz, A., Spulbar, C., Birau, R., & Nethravathi, P. S. R. (2020). Measuring the impact of governance quality on stock market performance in developed countries. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 3406-3426.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29, 193–228.
- Konraht, J.M., Alencar, R.C., & Soutes, D.O. (2016). A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 8. Disponível em: 10.5380/rcc.v8i1.38219.
- Li, L.; & Kuo, C. S. (2016). CEO equity compensation and earnings management: The role of growth opportunities. *Financial Research Letters*.
- Li, L., Holmes, M. J., & Lee, B. S. (2016). The asymmetric relationship between executive earnings management and compensation: a panel threshold regression approach. *Applied Economics*, 48(57), 5525-5545.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19, 7-17.
- Nobes, C. (2006). The Survival of International Differences Under IFRS: Towards a Research Agenda. *Accounting and Business Research*, 36. Doi:10.1080/00014788.2006.9730023.
- Nobes, C. (2013). The Continued Survival of International Differences Under IFRS. *Accounting and Business Research*. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.770644>
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17.
- Mazzioni, S., Prigol, V., de Moura, G. D., & Klann, R. C. (2015). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-86.
- Murcia, F. D. R., & Werger, A. (2011). *Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados*. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28-44.
- Morás, V. R., & Klann, R. C. (2020). Influência da governança corporativa na escolha do tipo de gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 105-122.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L. D., & Paulo, E. (2019). Earnings management and



quarterly discretionary *accruals* level in the brazilian stock market. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.

Rossetti, J. P.; & Andrade, A. (2004) Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Editora Atlas.

Sant'Anna, D. P., Louzada, L. C., Queiroz, E., & Ferreira, B. P. (2015). Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 3-13.

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. M. (2016) *Escolhas contábeis e características corporativas de empresas de grande porte na adoção do IFRS em duas etapas: diagnóstico e análise*. 2016. 274f. (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Silveira, A.M. (2010) *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & dos Santos, J. O. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), 291-305.

Sprenger, K. B., Kronbauer, C. A., & Costa, C. M. (2017). Características do CEO e o gerenciamento de resultados em empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 120-142.

Tahir, M., Ibrahim, S., & Nurullah, M. (2019). Getting compensation right-The choice of performance measures in CEO bonus contracts and earnings management. *The British Accounting Review*, 51(2), 148-169.

Vargas, L. A., Dal Magro, C. B., & Mazzioni, S. (2021). Influência do gerenciamento de resultados e da governança corporativa no custo de capital de terceiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(46).

Watts, R. L.; & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall Inc.

Watts, R. L. (1992). Accounting choice theory and market-based research in accounting. *British Accounting Review*, 24(3), 235-267. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0890-8389\(05\)80023-X](https://doi.org/10.1016/S0890-8389(05)80023-X), 1992.

Watts, R. L.; & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A ten-year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/247880>

