

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS, SENTIMENTO DO INVESTIDOR E O SHORT-TERMISM

Kléber Formiga Miranda

Universidade Federal Rural Do Semi-Árido - Ufersa

Márcio André Veras Machado

Universidade Federal Da Paraíba (João Pessoa)

Resumo

Esta pesquisa objetiva analisar a influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados das empresas sob efeito do sentimento do mercado. O estudo avança, ao inserir a prática do short-termism como um elemento de influência para o gerenciamento de resultados, dada a pressão de investidores com curto horizonte de investimento por reporte de lucros trimestrais favoráveis em detrimento de lucros futuros (crescimento). Sua relevância prática se concentra no fato de indicadores macroeconômicos, como índices de sentimento do mercado, possuírem o papel de sinalizar práticas ocorridas em nível gerencial, como o gerenciamento de resultados. A análise foi realizada por meio de estimação OLS e GMM, com dados dispostos em painel, utilizando dados de empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, no período de 2010 a 2017. Além da análise principal, baseada em empresas amostra de empresas com curto horizonte de investimento, foram realizados testes de robustez com base no mispricing. Como resultados principais, tem-se a sugestão das evidências empíricas de que, em momentos otimistas, empresas com curto horizonte de investimento aumentam o seu nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento, não rejeitando, assim, a hipótese de pesquisa. Essa relação também se observa quanto maior for a interação entre o curto horizonte de investimento e o crescimento de receitas, sendo corroborada na análise de sensibilidade. Os resultados são consistentes com a noção de que, em períodos de alto sentimento, os gestores, em linha com o short-termism, explorarão a sobrevalorização das ações para ampliar o seu nível de gerenciamento de resultados, atendendo às demandas de investidores interessados no preço corrente das ações.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; Sentimento do investidor; Short-termism; Turnover

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS, SENTIMENTO DO INVESTIDOR E O
SHORT-TERMISM****RESUMO**

Esta pesquisa objetiva analisar a influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados das empresas sob efeito do sentimento do mercado. O estudo avança, ao inserir a prática do *short-termism* como um elemento de influência para o gerenciamento de resultados, dada a pressão de investidores com curto horizonte de investimento por reporte de lucros trimestrais favoráveis em detrimento de lucros futuros (crescimento). Sua relevância prática se concentra no fato de indicadores macroeconômicos, como índices de sentimento do mercado, possuírem o papel de sinalizar práticas ocorridas em nível gerencial, como o gerenciamento de resultados. A análise foi realizada por meio de estimação OLS e GMM, com dados dispostos em painel, utilizando dados de empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto, no período de 2010 a 2017. Além da análise principal, baseada em empresas amostra de empresas com curto horizonte de investimento, foram realizados testes de robustez com base no *mispicing*. Como resultados principais, tem-se a sugestão das evidências empíricas de que, em momentos otimistas, empresas com curto horizonte de investimento aumentam o seu nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento, não rejeitando, assim, a hipótese de pesquisa. Essa relação também se observa quanto maior for a interação entre o curto horizonte de investimento e o crescimento de receitas, sendo corroborada na análise de sensibilidade. Os resultados são consistentes com a noção de que, em períodos de alto sentimento, os gestores, em linha com o *short-termism*, explorarão a sobrevalorização das ações para ampliar o seu nível de gerenciamento de resultados, atendendo às demandas de investidores interessados no preço corrente das ações.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; Sentimento do investidor; *Short-termism*; *Turnover*

1 INTRODUÇÃO

O foco das decisões corporativas pode se voltar para o curto prazo em detrimento do longo prazo, caracterizando uma ação denominada *short-termism*. Essa ação se concentra na ideia de que os gestores sofrem influências externas, normalmente de investidores com curto horizonte de investimento, implicando em decisões gerenciais conflitantes com o desempenho das empresas (Stein, 1996). Dessa forma, empresas podem ceder às pressões do mercado e reduzirem, por exemplo, seus gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D), para reverter um declínio dos lucros, revelando a predileção do gestor pelo resultado de curto prazo, pesando contra seu desempenho de longo prazo (Bushee, 1998). Dentro de uma visão estabelecida pela Teoria de *Catering*, durante momentos otimistas do mercado, quando se espera a sobrevalorização das ações, gestores possuem o *timing* adequado para ajustar seus resultados, a fim de manter os preços das ações acima do seu valor fundamental (Derrien, Kecskés, & Thesmar, 2013).

A base teórica do canal de *catering* (*Catering Theory* ou *Catering Channel*) se encontra nas proposições de Stein (1996), para as quais o gestor atende aos interesses dos investidores conforme seu horizonte de investimento (longo ou curto). A vertente do curto prazo, na qual se caracteriza o *short-termism*, estimula fundos de investimento a dispensar ações de empresas que não cumprem as metas trimestrais de desempenho, levando grandes empresas a adotarem a mesma política (Phelps, 2010). Nesse cenário, os gestores possuem a discricionariedade de atuar em prol dos lucros correntes ou crescimento, seja baseado no contexto (Gryglewicz, Mayer, & Morellec, 2019), seja no oportunismo (Terry, 2017). Para Gryglewicz et al. (2019), os incentivos para o *short-termism* ou para o *long-termism* dependem de conflitos de agência

de características das empresas. De forma mais objetiva, Terry (2017) assevera a decisão da firma entre investir em P&D ou ir ao encontro de seu lucro-alvo.

Um exemplo de decisões baseadas no crescimento ou nos lucros correntes é o caso da Amazon. Quando, para o mercado, o crescimento era mais interessante, a gestão concentrava seus esforços no aumento da receita. Porém, quando o interesse se voltava às margens de lucro, os gestores adaptavam suas estratégias para essa nova demanda. Assim, a gestão maximizava o preço atual das ações da empresa de acordo com a pressão do mercado (Aghion & Stein, 2008). Esse caso demonstra o *short-termism* gerencial, alinhado à Teoria de *Catering*, pois mesmo com a preferência de crescimento variável no tempo, os gerentes irão atendê-la na tentativa de maximizar o preço atual das ações (Glushkov & Bardos, 2012).

Em se tratando de empresas de capital aberto, listadas em bolsa de valores, os momentos de otimismo do mercado são oportunos para tomar decisões voltadas à maximização do preço das ações. Em períodos de alto sentimento, há a oportunidade para os gestores impulsionarem os preços correntes das ações, inflando os seus ganhos (Baker & Wurgler, 2011; Simpson, 2013). Além disso, evidências apontam para uma associação entre retorno de ações e *accruals* discricionários e os retornos das firmas (Teoh, Welch, & Wong, 1998). Se o interesse dos investidores é satisfeito com a majoração dos preços das ações, cuja reversão ao valor fundamental (correção do *mispricing*) é tardia (Z. Zhu, Sun, & Yung, 2020), é de se esperar que o reporte de lucro, por conter aspectos discricionários da gestão, pode ser gerenciado com o fim de evitar decréscimo nos lucros ou pela aversão à divulgação de perdas.

O fluxo de caixa e o capital de giro são dois componentes do lucro identificados por Burgstahler e Dichev (1997) como utilizados para gerenciar resultados. A pesquisa apresenta duas teorias para motivar o gerenciamento de resultados: evitar divulgar diminuição de lucros ou perdas para atender aos *stakeholders* e a aversão a perdas relativas e absolutas (Teoria dos Prospectos). Então, se as decisões gerenciais geram expectativas a serem alcançadas pelas empresas, independentemente de a decisão ter foco no curto ou longo prazo, os investidores serão pressionados a apresentarem resultados no curto prazo (Terry, 2017). Essa pressão dos investidores pelo *short-termism* gerencial invoca a necessidade de os gestores apresentarem pouco desvio entre o lucro esperado pelos investidores e o lucro reportado.

Nesse contexto, dois pontos são importantes: o momento oportuno para o gestor atender às pressões do mercado (*mispricing*) e a identificação de investidores com curto horizonte de investimento. A identificação do momento de má precificação é adotado por diversas vertentes: *accruals* discricionários (Polk & Sapienza, 2009), índice *book-to-market* (Alzahrani & Rao, 2014), q de Tobin (Zhaohui & Wensheng, 2013) e índices de sentimento do investidor (Baker & Wurgler, 2007; Rajgopal, Shivakumar, & Simpson, 2007; Shen, Yu, & Zhao, 2017; Sibley, Wang, Xing, & Zhang, 2016; Simpson, 2013). O horizonte de investimento segue a teoria baseada em *mispricing* para a qual ações bastante negociadas tendem a possuir informações ambíguas e onerosas para arbitradores (Li & Zhang, 2019), favorecendo o acesso de investidores otimistas e especuladores ao mercado.

Esta pesquisa objetiva analisar a influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados das empresas sob efeito do sentimento do investidor. Buscou-se, portanto, avaliar a ampliação do nível de gerenciamento de resultados, frente ao otimismo dos investidores, em empresas, cujos investidores possuem curto horizonte de investimento, caracterizando a ocorrência do *short-termism*. A análise dessa relação se insere na discussão sobre o oportunismo da tomada de decisão em momentos otimistas do mercado, considerando o atendimento de um grupo específico de agentes – os investidores com curto horizonte de investimento.

Os resultados empíricos deste estudo evidenciam a ocorrência do aumento no nível de gerenciamento de resultados em momentos otimistas dentre empresas classificadas entre as de menor horizonte de investimento ou quando as empresas, além de possuírem curto horizonte de

investimento, tiveram crescimento de receitas no trimestre anterior. A análise de sensibilidade indicou não haver influência do distanciamento entre o valor de mercado e o valor contábil da ação na relação entre o horizonte de investimento e o nível de gerenciamento de resultados.

A pesquisa contribui ao se analisar o horizonte de investimento – associado ou não com outras características idiossincráticas da firma – como variável a ser considerada quando da avaliação da confiabilidade dos demonstrativos financeiros de empresas brasileiras de capital aberto, baseada no nível de *accruals* discricionários em períodos de otimismo do mercado. Ao associar o horizonte de investimento com o otimismo dos investidores, contribui-se com a literatura, ao atribuir o *timing* para o gerenciamento de resultados baseados em indicadores de mercado, especificamente, em índice de sentimento do investidor.

Além desta introdução, o artigo possui outras quatro seções. A seção 2 discute a literatura inerente ao objetivo da pesquisa. Na seção 3, são demonstrados os procedimentos metodológicos utilizados. Na seção 4 são apresentados e discutidos os resultados decorrentes da análise empírica e, na seção 5, são apresentadas as considerações finais da pesquisa.

2 MOTIVAÇÃO E HIPÓTESE DE PESQUISA

Esta pesquisa se concentra na discussão sobre a influência de fatores exógenos à firma nas decisões corporativas, em especial àquelas voltadas ao curto prazo. Mesmo com exigências de resultados no curto e no longo prazo, verifica-se uma tendência para atendimento de demandas imediatas. Até em empresas estabelecidas é possível observar o declínio de projetos viáveis, em virtude da possibilidade de os lucros baixos no curto prazo poderem refletir, negativamente, nos preços das ações (Phelps, 2010). Esse foco excessivo da gestão em resultados de curto prazo, denominado *short-termism*, pode ser induzido, por exemplo, pelo mercado de capitais, quando as decisões corporativas se voltam para investidores de curto prazo. Nesse contexto, pode haver um maior interesse nos lucros trimestrais das empresas em detrimento de lucros futuros (crescimento), gerando conflito de agência (Gryglewicz et al., 2019).

Assim, esta pesquisa parte do pressuposto de haver incentivo e habilidade do gestor para gerenciar os resultados da firma, quando o sentimento do investidor for otimista, com foco no aumento do preço corrente da ação. A necessidade de impulsionar os preços correntes das ações oportuniza a decisão de gerenciar resultados (Baker & Wurgler, 2011), gerando efeito positivo em investidores no curto prazo. Evidências nesse sentido são relatadas por Teoh, Welch e Wong (1998), cujos achados demonstraram associação entre *accruals* discricionários correntes e retornos, caracterizando o efeito da decisão corporativa de gerenciar resultados, com o intuito de influenciar o preço corrente das ações.

Do ponto de vista teórico, Stein (1996) estabelece a limitação da arbitragem e o oportunismo de gestores em projetos de curto prazo, dada a dificuldade de se corrigir a diferença entre o valor intrínseco da empresa e seu preço atual, revelando a propensão dos gestores em atender aos interesses de investidores com curto horizonte de investimento. Assim, emerge a possibilidade de gestores utilizarem a má precificação da empresa em prol desse grupo de investidores (*catering*), especialmente quando o mercado está otimista. Alinhado com algumas pesquisas (Ali & Gurun, 2009; Firth, Wang, & Wong, 2015; Miranda, Machado, & Macedo, 2018; Rajgopal et al., 2007; Simpson, 2013), este estudo considera períodos otimistas como períodos de ocorrência de *mispricing*, associando-os com aspectos relacionados à qualidade dos demonstrativos contábeis reportados, mensurada pelo nível de *accruals* discricionários.

A mensuração do otimismo do mercado pode ser realizada por meio de *proxies* relacionadas ao mercado de capitais. O sentimento do investidor (sentimento do mercado) é objetivamente definido por Baker e Wurgler (2006) como a propensão a especular. Sob o efeito de especulação, o sentimento direciona a demanda por investimentos especulativos, causando efeitos transversais no preço das ações, mesmo com a atuação constante da arbitragem sobre

todas as ações. Na modelagem de Barberis et al. (1998), o conceito de sentimento do investidor é relacionado à formação das crenças dos investidores sobre os lucros futuros, gerando otimismo (*overreaction*) ou pessimismo (*underreaction*), conforme as notícias disponíveis. O sentimento do investidor contém componentes do mercado como um todo que varia em função do tempo, podendo afetar os preços de muitos títulos na mesma direção ao mesmo tempo (Shen et al., 2017).

Em períodos de alto sentimento há, portanto, uma ampliação da possibilidade de criação de estratégias baseadas em gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, dado que o gerenciamento de resultados consiste em escolhas contábeis, dentre as opções legalmente aceitas, cuja finalidade é definir o momento de reconhecimento do fluxo de caixa (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995). Essa estratégia é viável, dada a fragilidade de investidores não sofisticados distinguirem o lucro em fluxo de caixa e apropriações discricionárias – os *accruals*. O fato de os retornos subsequentes de empresas com altos níveis de *accruals* terem sido mais baixos, sugerem uma relação entre o nível de *accruals* e altos preços correntes (Sloan, 1996). A distância entre o valor de mercado e o valor fundamental da firma reforça a noção da ocorrência de *mispricing*, tornando o gerenciamento de resultados mais oportuno.

Nesse contexto, os investidores avaliam o componente de acumulação dos lucros (*accruals*) de forma mais agressiva, durante os períodos de alto sentimento em relação aos períodos de baixo sentimento. Esse efeito é mais evidente em empresas pequenas, por serem mais vulneráveis ao sentimento do investidor (Ali & Gurun, 2009; Simpson, 2013). Simpson (2013) pressupõe a habilidade do gestor em identificar os momentos de *mispricing* da sua firma, impactando na sua decisão de utilizar *accruals* para majorar o preço corrente da ação. Esses dois pressupostos se alinham às proposições da Teoria de *Catering*.

Ao analisar o gerenciamento de resultado no período de emissões secundárias de ações, Teoh et al. (1998) evidenciam uma associação de curto prazo entre os *accruals* discricionários correntes e os retornos das firmas, sugerindo um efeito de curto prazo nas decisões de gerenciar resultados, especialmente por essas emissões serem auditadas, acompanhadas por analistas, envolverem grande capitalização e serem fáceis de vender no curto prazo. De fato, Simpson (2013) evidencia o aumento de ganhos em períodos de alto sentimento e ganhos conservadores nos períodos de baixo sentimento, além de aumento de ganhos para evitar reporte de prejuízos inesperados associado a períodos de alto sentimento. Esses resultados são consonantes com Hribar et al. (2017), para os quais a qualidade dos lucros fica comprometida frente às decisões do gestor induzidas por sentimento, mesmo ao se analisar setores altamente regulados, como o bancário.

Os estudos interessados na relação entre sentimento do investidor e gerenciamento de resultados atribuíam a relação, inicialmente, à limitação do investidor em identificar os componentes do lucro, em especial, nos períodos de otimismo. Ali e Gurun (2009) atribuem os resultados ao fato de os gestores usarem o gerenciamento em períodos de alto sentimento, por explorar a atenção limitada dos investidores na compreensão dos componentes do lucro. Na mesma linha, embora não tratem diretamente de sentimento, Hirshleifer e Teoh (2003) atribuíram ao modelo de sentimento proposto por Barberis et al. (1998) o fato de as heurísticas analisadas se deverem à limitação da atenção do investidor.

Esta pesquisa se direciona pelas proposições de Simpson (2013), ao relacionar o sentimento do investidor e a prática de gerenciamento de resultados. Entretanto, avança quanto à consideração do horizonte de investimento nessa relação, vinculando a decisão do gestor à demanda de investidores de curto prazo, propondo a **Hipótese de Pesquisa**: *os gestores ampliam seu nível gerenciamento de resultados, durante períodos otimistas no mercado, em linha com a prática de short-termism.*

3 METODOLOGIA

A amostra compreende empresas de capital aberto, listadas na B³ S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (doravante, B³), cujas informações correspondem ao período de 2008 a 2016. Dada a necessidade de calcular algumas variáveis pela sua variação ou defasagens, os primeiros períodos foram eliminados, sendo analisado, efetivamente, os dados trimestrais do período de 2010 a 2017. Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, especialmente por terem uma estrutura de financiamento e de ativos peculiar, diferenciando-as das demais empresas. Também foram excluídas as empresas com Patrimônio Líquido negativo, ativos negativos, com dados faltantes e sem dois períodos consecutivos anuais (cálculo de variação). A fonte de coleta para as variáveis contábeis foi a plataforma do Economatica[®]. Os dados relativos ao índice de sentimento do investidor foram coletados, além dessa plataforma, nos sítios *web* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e da B³.

A composição da amostra com 245 empresas e 5.469 observações decorreu do processo de exclusão de 2640 observações de um total de 8.109 observação da população, sendo as exclusões decorrentes: i) de empresas financeiras (951 obs.); ii) de empresas com Patrimônio Líquido negativo (741 obs.); e, iii) de dados inválidos para estimação (948 obs.).

3.1 Mensuração dos *accruals* discricionários

A decisão de gerenciar resultados foi mensurada por meio do valor absoluto dos *accruals* discricionários obtidos por meio do modelo de Pae (2005). O modelo é indicado por incorporar aspectos relacionados ao fluxo de caixa e à reversão dos *accruals* defasados. Os *accruals* discricionários correspondem aos resíduos do modelo indicado na Equação 1, correspondendo à *proxy* para gerenciamento de resultados. Trata-se de uma variável latente cujo valor são os *accruals* totais da empresa livres dos efeitos de fluxo de caixa, investimento, crescimento e a reversão dos *accruals*, sendo os investimentos representados pelos ativos imobilizado e diferido (até seu período disponível), o crescimento pelas receitas e a reversão dos *accruals* pelo lapso temporal no qual a gestão está interessada em permanecer com o gerenciamento. Os *accruals* discricionários foram calculados, portanto, conforme Equação 1.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{A_{t-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \lambda_0 \frac{CF_t}{A_{t-1}} + \lambda_1 \frac{CF_{t-1}}{A_{t-2}} + \lambda_2 \frac{TA_{t-1}}{A_{t-2}} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Em que: TA_t : *accruals* totais das empresas no período t (Equação 2), ponderados pelo ativo total do período $t-1$; A_{t-1} : ativos totais da empresa no período $t-1$; ΔREV_t : Variação da receita líquida das empresas no período t , ponderados pelo ativo total do período $t-1$; PPE_t : Saldo das contas dos ativos imobilizado e diferido (bruto) das empresas no período t , ponderados pelo ativo total do período $t-1$; CF_t : Fluxo de caixa operacional das empresas no período t , ponderado pelo ativo total do período $t-1$; CF_{t-1} : Fluxo de caixa operacional das empresas no período $t-1$, ponderado pelo ativo total do período $t-2$; TA_{t-1} : *Accruals* totais das empresas no período $t-1$, ponderado pelo ativo total do período $t-2$; ε_t : Erro da regressão (*Proxy* para *accruals* discricionários).

Para cálculo dos *accruals* totais (variável dependente da Equação 1), utilizou-se o método do fluxo de caixa, por possuir maior capacidade preditiva do lucro e do fluxo de caixa operacional no Brasil, frente ao método do balanço (Machado, Silva Filho, & Callado, 2014). Os *accruals* totais foram calculados, portanto, pela subtração entre o Lucro antes de itens extraordinários e operações descontinuadas da empresa i no final período t e o Fluxo de caixa operacional da empresa i no final do período t , ponderados pelo Ativo total da empresa i , no período $t-1$.

Dada a especificidade de cada firma, a estimação dos *accruals* discricionários teria maior poder se realizada por firma (Pae, 2005). Entretanto, Dechow et al. (2012) alertam para o aumento da perda de poder, devido a algumas firmas não possuírem informações suficientes

para conduzir um processo de regressão por firma, levando a sua exclusão. Dessa forma, a estimação realizada nesta pesquisa abordará a metodologia de Kothari et al. (2005), ao controlar os efeitos de um conjunto de firmas por ano e setor de atuação da B³, buscando obter estimadores menos viesados.

Para avaliar o aumento do nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento do investidor, dada a prática de *short-termism*, os *accruals* discricionários obtidos pela Equação 1 foram estimados em função do índice de sentimento calculado com variáveis do mercado de capitais brasileiro (seção 3.2). A estimação dessa decisão em função do sentimento tem como finalidade identificar o valor esperado da decisão individual para cada firma, em função do sentimento, dado pela Equação 2:

$$\text{Decisão}_{i,t} = \alpha_i + \beta * \text{Sentimento}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que: $\text{Decisão}_{i,t}$: *Accruals* discricionários da empresa i no tempo t ; Sentimento_t : Sentimento do investidor no tempo t , definido na seção 3.3; α_i : Decisão da empresa i não influenciada por sentimento; β : Coeficiente para estimação da decisão da empresa i , dado o sentimento do investidor do tempo t ; $\varepsilon_{i,t}$: termo do erro.

Os coeficientes da Equação 2 foram estimados por empresa. Isso implica em valor individual do coeficiente angular (β) para cada empresa. Assim, a decisão de gerenciar resultados em função do sentimento, variável dependente desta pesquisa (Equação 2), é calculada pela multiplicação do coeficiente angular (β) e o sentimento do período, permitindo a estimação da decisão por empresa e por período. Dessa forma, caso uma empresa A possua um β igual 0,20 e uma empresa B possua um β igual a 0,30, para um período t qualquer, o valor da decisão estimada de A será $0,20 * \text{Sentimento}_t$ e da empresa B $0,30 * \text{Sentimento}_t$.

Como as análises adotaram uma variável estimada por empresa como variável dependente, a estimação pode ser influenciada pela quantidade de observações, assim como pela presença de *outliers*. Para mitigar esses aspectos, adotou-se o estimador Theil-Sen para estimar os coeficientes da Equação 2, por ser preferível ao *Ordinary Least Square* – OLS (Lewis & Linzer, 2005), além de dispensar análise de pressupostos. Esse estimador computacional utiliza a mediana dos coeficientes das retas formadas por dois pontos quaisquer. Com base no resultado de cada valor de b para cada par de pontos da relação $y \sim x$, o estimador Theil-Sen atribui o valor do coeficiente como a mediana de todas as inclinações. Por fim, a literatura de finanças aponta superioridade do estimador Theil-Sen, comparativamente ao OLS (Ohlson & Kim, 2015).

3.2 Mensuração do índice de sentimento do investidor

O sentimento do investidor é utilizado na Equação 2 como variável independente para estimar o gerenciamento de resultados em função do sentimento (seção 3.1). A mensuração desse índice seguiu a linha de outras pesquisas que compuseram seus índices de sentimento com variáveis intrinsecamente relacionadas, isolando o componente comum entre elas por meio de Análise de Componentes Principais – ACP (Firth et al., 2015; Xavier & Machado, 2017; Yoshinaga & Castro Júnior, 2012; B. Zhu & Niu, 2016). Estas pesquisas seguem a linha de Baker e Wurgler (2006, 2007), para os quais índices de sentimento de mercado otimista podem indicar o momento no qual as ações estão com seus preços descolados dos fundamentos.

As possibilidades de *proxies* para sentimento são diversas. Entretanto, a disponibilidade de dados reduz consideravelmente a possibilidade de escolha das variáveis para cálculo do sentimento do investidor. Embora possa variar diariamente, a maioria dos eventos ocorrem anualmente. Os testes mais convincentes sobre os efeitos do sentimento são aqueles preocupados em predizer um longo horizonte de retornos. A escolha feita por Baker e Wurgler (2007) envolveu seis *proxies*: o turnover (TURN), volume de IPO (NIPO), primeiro dia de retorno do IPO (RIPO), prêmio de dividendos (PDND), emissão de novas ações (S) e desconto

de fechamento dos fundos (CEFD). Essas variáveis foram analisadas pelo método de componentes principais, cujos cofatores indicam quanto de cada variável implicará na formação da variável de sentimento.

Por meio da Análise de Componentes Principais, reduziu-se a dimensionalidade de um conjunto de dados correlacionados, mantendo o máximo possível da sua variação. Essa redução é dada pela transformação das variáveis originais para um novo conjunto de variáveis, os componentes principais, não correlacionados, os quais são ordenados em ordem decrescente, de acordo com a maior parte da variação presente em todas as variáveis originais (Jolliffe, 2002). Foram utilizadas quatro variáveis para compor o índice de sentimento: i) $NIPO_t$: Média móvel dos últimos 12 meses do somatório de IPO e Follow-on no mês t ; AD_t : Proporção de ações em alta em relação às ações em baixa; $PDIV_t$: Prêmio de dividendos no mês t ; $PartInvInd_t$: Participação de investidores individuais no volume financeiro de negociação da B3 no mês t .

Cada *proxy*, provavelmente, incluirá algum componente de sentimento, assim como aspectos próprios e não relacionados a sentimentos (Baker & Wurgler, 2006). As *proxies* de sentimento foram mensuradas, mensalmente, de janeiro/2005 a dezembro/2017. Entretanto, considerando a possibilidade de haver atraso na captura do sentimento por algumas *proxies* (Baker & Wurgler, 2006; Brown & Cliff, 2004), criou-se uma nova variável para cada *proxy* com sua defasagem em 12 meses, sendo o índice construído de Janeiro/2006 a Dezembro/2017.

Após construído um banco de dados com as variáveis contemporâneas e defasadas, totalizando oito variáveis (quatro contemporâneas e quatro defasadas), procedeu-se ao processo de escolha dentre as variáveis para composição do índice. O critério utilizado foi a análise da correlação entre cada variável e o índice de sentimento criado por meio de uma ACP com todas as oito variáveis. Para cada par de variável (contemporânea e defasada), escolheu-se aquela com maior correlação com a primeira componente da ACP criada. As variáveis escolhidas foram $NIPO$ Defasada (correlação 0,57), AD Defasada (correlação 0,69), $PDIV$ contemporânea (correlação 0,61) e $PartInvInd$ contemporânea (correlação 0,91). Todas correlações significativas a 1%.

Determinadas as variáveis a serem utilizadas, conforme procedimento descrito, construiu-se a ACP com as variáveis individualmente ortogonalizadas por fatores macroeconômicos. A finalidade dessa prática consiste em retirar das variáveis originais outros efeitos macroeconômicos capazes de gerar ruídos no índice de sentimento do investidor. As variáveis utilizadas por Baker e Wurgler (2006) para ortogonalização serviram de parâmetro para as utilizadas no Brasil: crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o crescimento no consumo de bens duráveis, não duráveis e serviços, o crescimento do emprego e o indicador de recessão do National Bureau of Economic Research – NBER. De acordo com esse método, a ACP foi gerada com os resíduos decorrentes da regressão de cada variável contra as variáveis macroeconômicas. O resultado do índice foi obtido por meio da Equação 3.

$$SENT_t^\perp = 0,474NIPO_{t-12}^\perp + 0,408AD_{t-12}^\perp - 0,551PDIV_t^\perp + 0,552PartInvInd_t^\perp \quad (3)$$

O primeiro componente principal dessa ACP explica 49% da variância da amostra com variáveis ortogonalizadas (sinal \perp). Em termos de sinal, todas as variáveis seguiram a expectativa, retendo todas as propriedades esperadas para o índice de sentimento. O índice refere-se, portanto, à primeira componente principal, definida pela regra de Kaiser (autovalor > 1) e pela análise paralela, para a qual devem permanecer apenas os componentes com valores superiores ao autovalor gerado, aleatoriamente, com o mesmo número de observações e variáveis do banco de dados original.

3.3 Variáveis da pesquisa e modelo econométrico

As variáveis da pesquisa são compostas a) pela variável dependente relativa à decisão de gerenciamento de resultados (GRd) em função do sentimento do investidor, pela variável independente de interesse – horizonte de investimento (HOR) e pelas seguintes variáveis de controle: Capex (Cpx), Endividamento (Lev), Rentabilidade do ativo (ROA), crescimento das receitas (G), Fluxo de caixa operacional (FCO), Número de analistas (Analist) e pelo tamanho (Tam). A variável independente de interesse (HOR) e as demais variáveis independentes de controle são descritas no Quadro 1:

Quadro 1 – Variáveis independentes da pesquisa

Variável de interesse	Código	Sinal Esperado	Definição e cálculo
Horizonte de investimento	HOR	+	<i>Turnover</i> : Quantidade de títulos negociados, dividido pela Quantidade de ações <i>outstanding</i> da empresa
Capex	Cpx	+	Varição dos ativos permanentes, escalados pelo ativo total do ano anterior
Endividamento	Lev	+	Nível de empréstimos e financiamentos (passivo oneroso) sobre o ativo total da empresa
Retorno sobre o Ativo	ROA	-	Índice de rentabilidade, calculado pela razão entre o lucro operacional e o ativo total da empresa
Crescimento	G	+	Varição trimestral da receita líquida, ponderada pelo ativo total do trimestre anterior
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	+	Geração de caixa pelas atividades operacionais da empresa, ponderado pelo ativo total do ano anterior
Número de analista	Analist	-	Quantidade de analistas da empresa
Tamanho	Tam	+	Porte da empresa, calculado pelo logaritmo natural do ativo total

O horizonte de investimento foi mensurado pelo *Turnover* das ações, alinhado com pesquisas anteriores (Alzahrani & Rao, 2014; Chichernea, Petkevich, & Zykaj, 2015; Derrien et al., 2013; Li & Zhang, 2019; Polk & Sapienza, 2009; Simpson, 2013; Yan & Zhang, 2009). Como o *Turnover* remete à liquidez das ações, é possível associá-lo ao fator de risco disseminado na literatura (Amihud & Mendelson, 1986; Machado & Medeiros, 2012), para a qual o mercado cobraria um prêmio pelo valor maior por ações menos líquidas. Entretanto, para o contexto desta pesquisa, o *Turnover* decorre da linha teórica baseada na *mispricing*, para a qual o retorno subsequente é negativo, em função da presença de investidores individuais (otimistas) no mercado, implicando na relação negativa entre o *Turnover* e os retornos subsequentes, dada a sobrevalorização das ações (Baker & Stein, 2004; Li & Zhang, 2019). Dessa forma, o otimismo do mercado influencia, ao mesmo tempo, o gerenciamento de resultados em função do sentimento e o *Turnover*.

Como o mercado de capitais brasileiro é composto por muitas empresas com baixo índice de negociação, independente do otimismo do mercado, a análise da hipótese considera a amostra formada por empresas, cujo *Turnover* esteja localizado acima do valor mediano de toda a amostra. Assim, além da análise em toda a amostra, avaliou-se a amostra com horizonte curto (alto *Turnover*) e horizonte longo (baixo *Turnover*). Para avaliar a hipótese de pesquisa, espera-se uma relação positiva entre o *Turnover* e o nível de gerenciamento de resultados na amostra composta por empresas com curto horizonte de investimento. Pela proposição da hipótese de pesquisa, os gestores ampliam seu nível gerenciamento de resultados, durante períodos otimistas no mercado, em linha com a prática de *short-termism*. Para análise desta hipótese, fez-se uso da Equação 4.

$$\begin{aligned}
 GRd_{i,t} = & \alpha_{i,t} + \beta_1 GRd_{i,t-1} + \beta_2 HOR_{i,t-1} + \beta_3 Cpx_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 G_{i,t-1} + \beta_7 FCO_{i,t-1} + \beta_8 Analyst_{i,t} + \beta_9 Tam_{i,t-1} \\
 & + \beta_{10} HOR_{i,t-1} * Cpx_{i,t-1} + \beta_{11} HOR_{i,t-1} * Lev_{i,t-1} + \beta_{12} HOR_{i,t-1} \\
 & * ROA_{i,t-1} + \beta_{13} HOR_{i,t-1} * G_{i,t-1} + \beta_{14} HOR_{i,t-1} * FCO_{i,t-1} \\
 & + \beta_{15} HOR_{i,t-1} * Analyst_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (4)$$

Em que: $GRd_{i,t}$: *Accruals* discricionários da empresa i , no período t , estimado em função do sentimento; $\alpha_{i,t}$: Intercepto da regressão; $HOR_{i,t-1}$: Horizonte de investimento (*Turnover*) da empresa i no período $t-1$; $Cpx_{i,t-1}$: Capex da empresa i , no período $t-1$, estimado em função do sentimento; $Lev_{i,t-1}$: Endividamento da empresa i , no período $t-1$; $ROA_{i,t-1}$: Retorno do ativo da empresa i , no período $t-1$; $G_{i,t-1}$: Crescimento das receitas da empresa i no período $t-1$; $FCO_{i,t-1}$: Fluxo de caixa operacional da empresa i , no período $t-1$; $Analyst_{i,t}$: Quantidade de analistas da empresa i , no período t ; $Tam_{i,t-1}$: Logaritmo natural do ativo total da empresa i , no período $t-1$.

As estimações da Equação 4 foram realizadas por meio de painel de dados, por sugerir haver heterogeneidade entre os indivíduos. As estimações foram realizadas por meio do estimador GMM-Sys, cujos instrumentos foram validados pelo teste de Hansen, sob hipótese nula de não correlação entre os instrumentos e o termo do erro. Ao utilizar uma variável estimada em função do sentimento do investidor, diversos efeitos são eliminados na mensuração dessa variável. Assim, a variável dependente defasada foi considerada endógena, para a qual foram utilizados os instrumentos (*lags*). As demais variáveis independentes foram consideradas exógenas.

Para justificar o uso da estimação GMM-Sys, utilizou-se o teste de diferenças de Hansen (dif-Hansen), sob a hipótese nula de validade dos instrumentos dessa modelagem em relação ao GMM em diferenças (GMM-dif). Avaliou-se, também, a correlação serial dos erros, sob a perspectiva de não haver correlação em segunda ordem (processo AR2). Por construção, espera-se haver um processo AR1 nos erros. Dada a maior eficiência, utilizou-se o GMM-Sys de dois estágios, com a respectiva correção da matriz de variância/covariância (Windmeijer, 2005), produzindo estimativas de erros robustos.

4 RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos dados

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas de todas as variáveis componentes da Equação 4 (Seção 3.3).

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis dos modelos econométricos

Variável	Média	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo	Desvio Padrão
GRd _{IS}	-0,0002	-0,0421	-0,0008	0,0000	0,0005	0,0194	0,0024
Cpx	0,0008	-1,0824	-0,0422	0,0000	0,0421	0,9655	0,1526
HOR	0,0599	0,0000	0,0076	0,0335	0,0785	2,1102	0,0949
Lev	0,3043	0,0000	0,1648	0,3063	0,4238	2,7696	0,1815
ROA	0,0094	-49,1263	0,0061	0,0169	0,0306	2,0020	0,6662
G	0,0044	-1,9395	-0,0086	0,0031	0,0169	0,9216	0,0572
FCO	0,0174	-2,5340	0,0002	0,0178	0,0358	0,3962	0,0533
Tamanho	15,0261	9,6062	13,9212	15,0331	16,0528	20,6524	1,6238
Analista	4,5787	0,0000	0,0000	2,0000	9,0000	18,0000	5,2833

Nota: GRd_{IS}: Gerenciamento de resultados em função do sentimento; Cpx: Capex; HOR: *Turnover* – *Proxy* de horizonte de investimento; Lev: Endividamento; ROA: Retorno do Ativo; G: Crescimento das receitas; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; Tamanho: Logaritmo natural do ativo total; Analista: Quantidade de analistas.

A relação entre o gerenciamento de resultados em função do sentimento do investidor e o horizonte de investimento é a análise que conduz à hipótese de pesquisa. Os valores

correspondentes ao gerenciamento de resultados estimados em função do sentimento (GR_{dfS}) demonstram valores médios próximos a zero (-0,0008), explicado pelo fato de representar a parcela do gerenciamento associada apenas à variação do sentimento do investidor. Apresenta valores distribuídos entre negativos e positivos em torno da mediana, indicando influências negativas e positivas do sentimento do investidor no nível de gerenciamento de resultados, sendo o impacto negativo (-0,0421) superior ou mais positivo (0,0194), em termos absolutos. Quanto à *proxy* para o horizonte de investimento, o *Turnover* (HOR) representa a noção de quanto maior for o seu valor, mais investidores de curto prazo a empresa possui, portanto, menor horizonte de investimento. Assim, a amostra possui empresas negociadoras de até 2,11 vezes a quantidade de suas ações *outstanding* e empresas sem negociação. Em média, as empresas negociam 6% (0,0599) de suas ações *outstanding*, tendo um valor mediano de 0,0335.

As demais variáveis independentes da pesquisa, utilizadas como controle, são descritas a seguir. O endividamento apresentou valor médio de 30%. Assim, a dívida bruta de um trimestre chegou a representar quase 1/3 (1 terço) do ativo total do trimestre anterior, podendo chegar a quase 3 vezes (2,7696), ao se observar o valor máximo de endividamento, ou nenhum endividamento, conforme valor mínimo. A rentabilidade média, baseada no ROA, se aproximou de 0,9%. O fluxo de caixa, possivelmente em decorrência da baixa rentabilidade e da recessão econômica, também apresentou baixos índices em relação ao ativo total da empresa, no trimestre anterior. O valor médio da proporção do fluxo de caixa gerado no trimestre e o ativo disponível no trimestre anterior apresentou um valor médio próximo a 1,7% (0,0174), apresentando casos nos quais esse valor chegou a quase 40% (0,3962).

Outro aspecto a ser observado é o tamanho da empresa, pois tem-se, na amostra, empresas grandes e pequenas com valores de ativos variando de milhões para bilhões, conforme a variável 'Tamanho', representada pelo logaritmo dos ativos totais. A quantidade de analistas das empresas, cuja finalidade é avaliar o efeito inibidor do monitoramento dos analistas para práticas discricionárias (Miranda et al., 2018), evidencia que há empresas não acompanhadas por analistas em até 25% de sua amostra, revelado pelo valor do 1º Quartil, tendo, em média, de 4 a 5 analistas, podendo chegar a 18. A Tabela 2 apresenta as correlações entre as variáveis dependentes e independentes da pesquisa.

Tabela 2 – Matriz de correlações das variáveis componentes da Equação 4

	GR_{dfS}	Cpx	HOR	Lev	ROA	G	FCO	Tamanho
Cpx	0,03**							
HOR	0,06***	-0,01						
Lev	-0,07***	-0,08***	0,08***					
ROA	0,00	0,00	-0,01	0,02				
G	-0,01	0,00	-0,01	0,04***	0,01			
FCO	0,06***	0,02	-0,05***	-0,06***	0,65***	0,07***		
Tamanho	0,04***	-0,02	0,19***	0,27***	0,03**	0,01	0,06***	
Analista	0,00	0,02*	0,30***	0,13***	0,02	0,01	0,05***	0,48***

Nota: GR_{dfS} : Gerenciamento de resultados em função do sentimento; Cpx: Capex; HOR: Turnover – *Proxy* de horizonte de investimento; Lev: Endividamento; ROA: Retorno do Ativo; G: Crescimento das receitas; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; Tamanho: Logaritmo natural do ativo total; Analista: Quantidade de analistas; * significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%.

A análise da matriz de correlação permite avaliar a direção e a força de associação de uma relação linear entre as variáveis pesquisadas. Embora não implique na relação entre as variáveis, os resultados da Tabela 2 demonstram haver direções convergentes com os sinais esperados para as variáveis (Quadro 1). Entretanto, todas as correlações (significativas ou não) apresentaram baixo valor de associação entre o gerenciamento de resultados e as demais variáveis independentes, sendo o menor (0,00 com o ROA) e as maiores positivas com o *turnover* e Fluxo de Caixa (0,06) e a maior negativa com o endividamento (-0,07).

O indicativo mais forte de associação foi evidenciado entre o ROA e do fluxo de caixa, com coeficiente de correlação de 0,65. Outras relações evidenciaram relações esperadas, tais como número de analistas com o *turnover* (0,30) e com o tamanho (0,48). Empresas maiores e mais líquidas cumprem requisitos essenciais para justificar o acompanhamento de analistas.

4.2 Análise da Hipótese de Pesquisa

A análise da hipótese de que os gestores ampliam seu nível gerenciamento de resultados, durante períodos otimistas no mercado, em linha com a prática de *short-termism*, implica na avaliação da relação entre o horizonte de investimento e a decisão de gerenciar resultados em função do sentimento. Assim, a análise dos coeficientes da Equação 4, voltada para a hipótese de pesquisa, consistiu em observar se o coeficiente do Horizonte (β_2) foi positivo, quando as empresas analisadas possuem curto horizonte de investimento, bem como as demais interações com o Horizonte (β_{10} a β_{15}), quando se analisasse a mediação dessa relação por alguma característica da firma. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Estimações painel *pooled* com efeitos fixos

$$GRd_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 GRd_{i,t-1} + \beta_2 HOR_{i,t-1} + \beta_3 Cpx_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 G_{i,t-1} + \beta_7 FCO_{i,t-1} + \beta_8 NumAnalist_{i,t} + \beta_9 Tam_{i,t-1} + \beta_{10} HOR_{i,t-1} * Cpx_{i,t-1} + \beta_{11} HOR_{i,t-1} * Lev_{i,t-1} + \beta_{12} HOR_{i,t-1} * ROA_{i,t-1} + \beta_{13} HOR_{i,t-1} * G_{i,t-1} + \beta_{14} HOR_{i,t-1} * FCO_{i,t-1} + \beta_{15} HOR_{i,t-1} * Analist_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Nota: GRd: *Accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados); Cpx: Capex em função do sentimento; HOR: Horizonte (mensurado pelo *Turnover*); Lev: Endividamento; ROA: Retorno do Ativo; G: Crescimento das receitas; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; Tam: Logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; * significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%; Entre parênteses são apresentadas as estatísticas *t*, robustas à heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos; Termo da constante omitido da tabela; coeficientes multiplicados por 100 para facilitar a compreensão (valores em percentual).

	Toda Amostra	Horizonte Curto	Horizonte Longo
Accruals Discricionários $t-1$	59,697***	43,167***	69,091***
Horizonte $t-1$	0,114	0,295***	-0,281
Capex _{FS} $t-1$	-0,003	-0,129	0,003
Endividamento $t-1$	-0,042	0,041	-0,086**
Retorno do Ativo $t-1$	0,080	-0,040	0,061
Crescimento $t-1$	-0,116	-0,343***	0,131
Fluxo de Caixa Operacional $t-1$	0,067	-0,026	0,291
Número de Analistas t	0,000	0,001	-0,002
Tamanho $t-1$	0,005	0,003	0,005
Horizonte $t-1$ * Capex _{FS} $t-1$	-0,320	0,487	0,935
Horizonte $t-1$ * Endividamento $t-1$	-0,209	-0,585*	0,920
Horizonte $t-1$ * Retorno do Ativo $t-1$	-1,546***	-1,253*	6,375
Horizonte $t-1$ * Crescimento $t-1$	0,888	2,592***	0,814
Horizonte $t-1$ * Fluxo Caixa Operacional $t-1$	-1,135	-0,531	-12,627
Horizonte $t-1$ * Número de Analistas t	0,000	-0,010	0,025
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
VIF médio	2,71	3,79	2,47
Número de observações	5469	2725	2744
R ² / R ² Ajustado	0,411 / 0,408	0,302 / 0,294	0,516 / 0,511
Estatística F	126,554***	38,777***	96,567***

Os resultados da Tabela 3 indicam não haver influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados, mensurado pelos *accruals* discricionários, ao se analisar toda a amostra. A evidência demonstrada em toda a amostra é a dependência dos *accruals* discricionários do trimestre atual em relação ao anterior ($\beta_1 = 56,697$), sugerindo um aumento do nível de *accruals* em função do sentimento no trimestre atual, ao ocorrer aumento do nível de *accruals* em função do sentimento, no trimestre anterior. Além disso, há o indicativo

de inibição da prática de gerenciamento, por meio da redução do nível de *accruals* discricionários, quando empresas com curto horizonte de investimento apresentam alta rentabilidade ($\beta_{12} = -1,546$).

Contudo, a análise da hipótese de pesquisa objetiva a amostra composta por empresas com curto horizonte de investimento. A análise dessas empresas (Tabela 3 – Horizonte Curto) evidenciou um aumento do nível de *accruals* discricionários, quando as empresas possuem maior *Turnover* – portanto, menor horizonte de investimento ($\beta_2 = 0,295$). Dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese de pesquisa, de que há influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados. Nessa ótica, são reduzidos os efeitos propostos pela teoria de *Catering*, quando se analisam empresas com longo horizonte de investimento. Outro aspecto a ser observado é o aumento do nível de *accruals* discricionários em função do sentimento, quando empresas com curto horizonte de investimento possuem crescimento de receitas ($\beta_{13} = 2,592$). Ao se avaliar o efeito isolado do crescimento das receitas sobre o gerenciamento de resultados, observa-se uma inibição dessa prática ($\beta_6 = -0,343$). Destarte, ao se analisar grupo de empresas com horizonte curto de investimento, sugere-se, conforme os resultados, avaliar o horizonte e o crescimento de receitas como incentivos para a prática de gerenciamento de resultados.

A Tabela 4 revela os resultados decorrentes da estimação por GMM-sys. O intuito da análise permanece o mesmo daquele utilizado no painel estimado por *pooled OLS*, porém mitigando possível problemas de endogenia. Embora os testes de exogeneidade estrita tenham indicado exogeneidade dos regressores, possíveis problemas de endogeneidade podem persistir.

Tabela 4 – Estimações painel GMM-Sys com efeitos fixos

$$GRd_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 GRd_{i,t-1} + \beta_2 HOR_{i,t-1} + \beta_3 Cpx_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 G_{i,t-1} + \beta_7 FCO_{i,t-1} + \beta_8 NumAnalist_{i,t} + \beta_9 Tam_{i,t-1} + \beta_{10} HOR_{i,t-1} * Cpx_{i,t-1} + \beta_{11} HOR_{i,t-1} * Lev_{i,t-1} + \beta_{12} HOR_{i,t-1} * ROA_{i,t-1} + \beta_{13} HOR_{i,t-1} * G_{i,t-1} + \beta_{14} HOR_{i,t-1} * FCO_{i,t-1} + \beta_{15} HOR_{i,t-1} * NumAnalist_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Nota: GRd: *Accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados); Cpx: Capex em função do sentimento; HOR: Horizonte (*Turnover*); Lev: Endividamento; ROA: Retorno do Ativo; G: Crescimento das receitas; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; Tam: Logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; * significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%; Testes de raiz unitária das variáveis apresentadas apresentaram estacionariedade; Termo da constante omitido da tabela; coeficientes multiplicados por 100 para facilitar a compreensão (valores em percentual); Todas as análises possuem *p-value* do Teste de Wald igual a 0,000.

	Toda Amostra	Horizonte Curto	Horizonte Longo
Accruals Discricionários $t-1$	0,361**	0,128	0,334
Horizonte $t-1$	0,079	0,045*	-0,448
Capex _{FS} $t-1$	-0,004	-0,036***	-0,010
Endividamento $t-1$	-0,002	0,006	-0,032*
Retorno do Ativo $t-1$	0,011	-0,045*	-0,002
Crescimento $t-1$	-0,023**	-0,052**	0,022
Fluxo de Caixa Operacional $t-1$	0,014	-0,019	0,077**
Número de Analistas t	-0,001	<0,001	-0,001
Tamanho $t-1$	-0,001	0,001	<0,000
Horizonte $t-1$ * Capex _{FS} $t-1$	0,158	0,142	2,645
Horizonte $t-1$ * Endividamento $t-1$	-0,159	-0,090	2,190
Horizonte $t-1$ * Retorno do Ativo $t-1$	-0,007	0,082	1,565
Horizonte $t-1$ * Crescimento $t-1$	0,278*	0,615**	1,739
Horizonte $t-1$ * Fluxo Caixa Operacional $t-1$	-0,032	-0,016	-6,006**
Horizonte $t-1$ * Número de Analistas t	-0,001	0,001	-0,015
<i>Dummy</i> de Setor / Ano	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Nº Instrumentos / Grupos (Observações)	166 / 242 (5101)	93 / 154 (2342)	66 / 172 (2287)
Teste Arellano/Bond – AR1 / AR2	0,010 / 0,056	0,008 / 0,129	0,014 / 0,220
Teste de Hansen / dif-Hansen	0,567 / 0,998	0,364 / 0,987	0,127 / 0,705

Os instrumentos utilizados são válidos ($p\text{-value}_{AR2} > 0,10$), não são sobreidentificados ($p\text{-value}_{Hansen} > 0,10$) e os ajustes do GMM-sys, sob correção de Windmeijer (2005), são eficientes ($p\text{-value}_{dif-Hansen} > 0,10$), frente ao GMM-dif. A convergência entre as estimações *pooled OLS* e GMM permite manter as análises direcionadas a não rejeição da Hipótese de pesquisa, de que há influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados, tanto pela análise isolada ($\beta_2 = 0,045$), quanto pela interação com o crescimento das receitas ($\beta_{13} = 0,615$), ao condicionar a análise com a amostra composta por empresas com horizonte curto de investimento.

Considerados os pressupostos da teoria de *Catering*, ao direcionar os resultados apresentados a investidores de curto prazo, os achados descritos nesta seção vão ao encontro de Simpson (2013), cujos resultados evidenciaram majoração de resultado em períodos de otimismo. Nos achados desta pesquisa, o aumento do nível de gerenciamento em função do sentimento do investidor (otimismo) foi influenciado pelo horizonte de investimento dos investidores, revelando maior nível de gerenciamento entre empresas com horizonte curto de investimento e, adicionalmente, entre empresas com crescimento de receitas. Os achados desta pesquisa se distanciam de Ali e Gurun (2009).

Para Ali e Gurun (2009), o otimismo influencia os componentes do lucro de empresas pequenas. De acordo com a amostra desta pesquisa, as empresas com maior *Turnover* (Horizonte de investimento curto) também são, em grande parte, as maiores. Essa divergência de resultados reflete a falta de consenso na literatura sobre o gerenciamento de resultados influenciados pelo tamanho da firma. Se, por um lado, empresas grandes possuem controles internos mais eficientes, por outro, possuem mais possibilidades de escolhas contábeis, ambas influentes na qualidade dos lucros. Empresas menores possuem controles deficientes, além de terem operações menos complexas (Dechow, Ge, & Schrand, 2010).

4.3 Análise de sensibilidade

Como a ocorrência de *mispricing* não é rapidamente revertida (Z. Zhu et al., 2020), oportuniza a gestão a tomar decisões baseadas na *gap* entre o valor de mercado e o valor fundamental da firma. Os resultados da pesquisa evidenciados na seção 4.2 indicaram o aumento no nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento, quando empresas possuem curto horizonte de investimento e, também, possuem crescimento de receitas. Nessa seção, objetiva-se avaliar se a análise da hipótese de pesquisa se sustenta, ao considerar o fato de a amostra ser composta, além de empresas com curto horizonte de investimento, por maior e menor diferença entre o valor de mercado e valor contábil. Para tal, a amostra foi desmembrada por horizonte de investimento e por *mispricing*, mensurado pelo índice *market-to-book*.

Foram analisadas, portanto, quatro amostras: i) horizonte curto com alto *mispricing*; ii) horizonte curto com baixo *mispricing*; iii) horizonte longo com alto *mispricing*; iv) horizonte longo com baixo *mispricing*. Para cada amostra, repetiram-se os procedimentos de estimação realizados na seção 4.2, permanecendo o foco de análise nos coeficientes do horizonte de investimento (β_2) e interações entre o horizonte de investimento e características da firma (β_{10} a β_{15}).

Os resultados apresentados na Tabela 5 demonstram que o desmembramento da amostra por valores do índice *market-to-book* não contribuíram para explicação da relação entre o horizonte de investimento e o nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento. Assim, de acordo com as evidências empíricas apresentadas, empresas com curto horizonte de investimento ampliam seus níveis de gerenciamento de resultados em períodos otimistas, caracterizando o *short-termism*, mas não é possível atribuir essa decisão corporativa ao fato de as empresas também possuírem alto ou baixo *mispricing*.

Tabela 5 – Sensibilidade dos resultados da Hipótese de Pesquisa

$$GRd_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 GRd_{i,t-1} + \beta_2 HOR_{i,t-1} + \beta_3 Cpx_{i,t-1} + \beta_4 Lev_{i,t-1} + \beta_5 ROA_{i,t-1} + \beta_6 G_{i,t-1} + \beta_7 FCO_{i,t-1} + \beta_8 NumAnalist_{i,t} + \beta_9 Tam_{i,t-1} + \beta_{10} HOR_{i,t-1} * Cpx_{i,t-1} + \beta_{11} HOR_{i,t-1} * Lev_{i,t-1} + \beta_{12} HOR_{i,t-1} * ROA_{i,t-1} + \beta_{13} HOR_{i,t-1} * G_{i,t-1} + \beta_{14} HOR_{i,t-1} * FCO_{i,t-1} + \beta_{15} HOR_{i,t-1} * Analist_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Nota: GRd: *Accruals* discricionários (*proxy* para gerenciamento de resultados); Cpx: Capex em função do sentimento; HOR: Horizonte (*Turnover*); Lev: Endividamento; ROA: Retorno do Ativo; G: Crescimento das receitas; FCO: Fluxo de Caixa Operacional; Tam: Logaritmo natural do ativo total, representando o tamanho da empresa; * significativo a 10%; ** Significativo a 5%; *** Significativo a 1%; Testes de raiz unitária das variáveis apresentadas apresentaram estacionariedade; Termo da constante omitido da tabela; coeficientes multiplicados por 100 para facilitar a compreensão (valores em percentual); Todas as análises possuem *p-value* do Teste de Wald igual a 0,000.

	Horizonte Curto		Horizonte Longo	
	Alto <i>Mispricing</i>	Baixo <i>Mispricing</i>	Alto <i>Mispricing</i>	Baixo <i>Mispricing</i>
Accruals Discricionários $t-1$	0,225	0,416**	0,356***	0,400***
Horizonte $t-1$	0,034	0,013	0,103	0,040
Capex _{FS} $t-1$	-0,020*	-0,015	0,003	-0,004
Endividamento $t-1$	0,003	0,002	<0,000	-0,012*
Retorno do Ativo $t-1$	-0,021	-0,046*	-0,024	-0,001
Crescimento $t-1$	-0,044	-0,044**	0,001	0,011
Fluxo de Caixa Operacional $t-1$	-0,080**	0,045	0,038	0,017
Número de Analistas t	0,001**	<0,000	-0,003	-0,001*
Tamanho $t-1$	0,001	<0,001	0,002	0,000
Horizonte $t-1$ * Capex _{FS} $t-1$	0,155	0,127	-0,508	0,192
Horizonte $t-1$ * Endividamento $t-1$	-0,035	0,002	-1,596	0,216
Horizonte $t-1$ * Retorno do Ativo $t-1$	-0,023	0,044	-0,381	2,585
Horizonte $t-1$ * Crescimento $t-1$	0,565	0,422**	2,008	-0,682
Horizonte $t-1$ * Fluxo Caixa Operacional $t-1$	0,418	-0,236	-3,175*	-1,178
Horizonte $t-1$ * Número de Analistas t	-0,007**	<0,000	0,091	0,029
<i>Dummy</i> (Setor / Ano)	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim	Sim / Sim
Número de observações	1128	1040	1053	1110
Nº de Instrumentos / Grupos	92 / 105	68 / 103	68 / 105	97 / 111
Teste de Wald (<i>p-value</i>)	0,000	0,000	0,000	0,000
Arellano/Bond – AR1 / AR2	0,008 / 0,377	0,019 / 0,407	0,003 / 0,802	0,000 / 0,065
Hansen / dif-Hansen	0,881 / 0,479	0,967 / 0,806	0,903 / 0,740	0,639 / 0,876

Por outro lado, quando se avalia as interações entre o horizonte de investimento e as características das empresas, observa-se a persistência no resultado quanto ao aumento do nível de gerenciamento de resultados, quando as empresas de horizonte curto e baixo *mispricing* tiveram crescimento de receitas no trimestre anterior ($\beta_{13} = 0,422$). Empresas com curto horizonte e alto *mispricing* são influenciadas pelo número de analistas, no sentido de reduzir seu nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento ($\beta_{15} = -0,007$) e empresas com horizonte longo reduzem o seu nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento, quando possuem aumento no seu fluxo de caixa operacional ($\beta_{14} = -3,175$).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O *short-termism* é um fenômeno no qual a gestão concentra seus esforços no curto prazo. Em empresas de capital aberto, cujas ações são negociadas em mercado aberto, a pressão do mercado pode levar a gestão a demonstrar maior interesse nos lucros trimestrais (curto prazo) em detrimento do crescimento (longo prazo). Sob esse prisma, esta pesquisa avaliou a influência do horizonte de investimento de uma empresa na sua decisão de gerenciar resultados em função do sentimento do investidor. A Hipótese de Pesquisa foi discutida na ideia de os gestores ampliarem seu nível gerenciamento de resultados, durante períodos otimistas no mercado, em linha com a prática de *short-termism*. Assumiu-se o pressuposto, fundamentado na Teoria de *Catering*, da habilidade do gestor em identificar o *mispricing* das ações de sua

empresa e tomar decisões em função do sentimento do investidor, favorecendo investidores de curto prazo, ao direcionar-se para o preço atual da ação.

No geral, os resultados evidenciados neste estudo indicam associação positiva entre o *turnover* das ações de empresas com curto horizonte de investimento e o gerenciamento de resultados em função do sentimento, como esperado. A análise de empresas com horizonte longo ou toda amostra não apresentam relação estatisticamente significativa. Esse panorama pode ser explicado pela concentração de liquidez do mercado de capitais brasileiro. Ao classificar as empresas por meio do *turnover*, foram analisadas empresas negociadas com maior frequência em relação às demais. O grupo com maior número de negociações, portanto mais líquidas e mais visadas pelo mercado, são aquelas que aumentam seu nível de gerenciamento, em momentos otimistas, apresentando relação com o horizonte de investimento. Além disso, ficou evidenciado o aumento do nível de gerenciamento de resultados em função do sentimento entre empresas de curto horizonte de investimento e com crescimento de receitas.

Tal resultado converge com a Hipótese de Pesquisa, de que há influência do horizonte de investimento no nível de gerenciamento de resultados, demonstrando a prática do *short-termism*, em momentos otimistas, por meio do aumento do nível de gerenciamento de resultados. Assim, a Hipótese de Pesquisa não pode ser rejeitada. O nível de gerenciamento de resultados é reduzido entre empresas com curto horizonte de investimento e com maior ROA ou mais endividadas. Considerando o pressuposto de o gerenciamento de resultados ocorrer em períodos de *mispicing*, a amostra foi dividida conforme o horizonte de investimento e índice *market-to-book*. A análise das amostras, considerando o *mispicing*, reforçou os resultados quanto ao aumento do nível de gerenciamento de resultados por empresas com curto horizonte de investimento e crescimento de receitas.

Baseado nos resultados evidenciados, tem-se a noção de menor qualidade dos demonstrativos contábeis (maior nível de *accruals* discricionários) entre empresas com curto horizonte de investimento, quando há otimismo no mercado. Quanto às empresas cujo fluxo de negociação é maior, há o indicativo da prática de *short-termism*. Esses resultados corroboram a expectativa de pressão do mercado sobre a gestão das empresas por lucros trimestrais favoráveis ao preço corrente da ação. Nesses casos, o crescimento das empresas fica comprometido pela ansiedade do mercado pelo resultado de curto prazo (*short-termism*).

REFERÊNCIAS

- Aghion, P., & Stein, J. C. (2008). Growth versus margins: destabilizing consequences of giving the stock market what it wants. *The Journal of Finance*, 63(3), 1025–1058.
- Ali, A., & Gurun, U. G. (2009). Investor Sentiment, Accruals Anomaly, and Accruals Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3), 415–431.
- Alzahrani, M., & Rao, R. P. (2014). Managerial behavior and the link between stock mispricing and corporate investments: evidence from market-to-book ratio decomposition. *Financial Review*, 49(1), 89–116.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7, 271–299.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2011). Behavioral corporate finance: an updated survey. *NBER Working Paper Series*, 1, 1–103. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w17333>
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of*

- Financial Economics*, 49(3), 307–343.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1–27.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305–333. Retrieved from www.jstor.org/stable/248542
- Chichernea, D. C., Petkevich, A., & Zykaj, B. B. (2015). Idiosyncratic volatility, institutional ownership, and investment horizon. *European Financial Management*, 21(4), 613–645.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: a new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275–334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248303>
- Derrien, F., Kecskés, A., & Thesmar, D. (2013). Investor horizons and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(06), 1755–1780.
- Firth, M., Wang, K. P., & Wong, S. M. L. (2015). Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices. *Management Science*, 61(7), 1630–1647.
- Glushkov, D., & Bardos, K. S. (2012). Importance of catering incentives for growth dynamics. *Journal of Behavioral Finance*, 13(4), 259–280.
- Gryglewicz, S., Mayer, S., & Morellec, E. (2019). Agency conflicts and short- versus long-termism in corporate policies. *Journal of Financial Economics*, (in press), 1–25.
- Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36, 337–386.
- Hribar, P., Melessa, S. J., Small, R. C., & Wilde, J. H. (2017). Does managerial sentiment affect accrual estimates? Evidence from the banking industry. *Journal of Accounting and Economics*, 63, 26–50.
- Jolliffe, I. T. (2002). *Principal component analysis*. Springer (2nd ed.). New York: Springer.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197.
- Lewis, J. B., & Linzer, D. A. (2005). Estimating regression models in which the dependent variable is based on estimates. *Political Analysis*, 13(4), 345–364.
- Li, D., & Zhang, X. (2019). How time horizons and arbitrage cost influence the turnover premium? *Applied Economics*, 51(44), 4833–4848.
- Machado, M. A. V., & Medeiros, O. R. de. (2012). Existe o efeito liquidez no mercado acionário brasileiro? *BBR - Brazilian Business Review*, 9(4), 28–51. Retrieved from <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123024599002>
- Machado, M. A. V., Silva Filho, A. C. da C., & Callado, A. L. C. (2014). O processo de convergência às IFRS e a capacidade do lucro e do fluxo de caixa em prever os fluxos de caixa futuro: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 21, 4–13.
- Miranda, K. F., Machado, M. A. V., & Macedo, L. A. F. de. (2018). Investor sentiment and earnings management: Does analysts' monitoring matter? *Revista de Administracao Mackenzie*, 19(4).
- Ohlson, J. A., & Kim, S. (2015). Linear valuation without OLS: the Theil-Sen estimation approach. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 395–435.
- 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.
- Phelps, E. S. (2010). Short-termism is undermining America. *New Perspectives Quarterly*, 27, 17–19.
- Polk, C., & Sapienza, P. (2009). The stock market and corporate investment: a test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187–217.
- Rajgopal, S., Shivakumar, L., & Simpson, A. V. (2007). A catering theory of earnings management. *SSRN Electronic Journal*.
- Shen, J., Yu, J., & Zhao, S. (2017). Investor sentiment and economic forces. *Journal of Monetary Economics*, 86, 1–21.
- Sibley, S. E., Wang, Y., Xing, Y., & Zhang, X. (2016). The information content of the sentiment index. *Journal of Banking & Finance*, 62, 164–179.
- Simpson, A. (2013). Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7–8), 869–900.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/248290>
- Stein, J. C. (1996). Rational capital budgeting in an irrational world. *The Journal of Business*, 69(4), 429–455.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63–99.
- Terry, S. J. (2017). The macro impact of short-termism. *Working Paper*, 1, 1–42.
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126, 25–51.
- Xavier, G. C., & Machado, M. A. V. (2017). Anomalies and investor sentiment: empirical evidences in the brazilian market. *BAR - Brazilian Administration Review*, 14(3), 1–25.
- Yan, X. S., & Zhang, Z. (2009). Institutional investors and equity returns: are short-term institutions better informed? *Review of Financial Studies*, 22(2), 893–924.
- Yoshinaga, C. E., & Castro Júnior, F. H. F. de. (2012). The relationship between market sentiment index and stock rates of return: a panel data analysis. *BAR - Brazilian Administration Review*, 9(2), 189–210.
- Zhaohui, Z., & Wensheng, H. (2013). Investor sentiment and firms' investment: an empirical study based on catering channel. *Journal of Applied Sciences*, 13(8), 1199–1205.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125–134.
- Zhu, Z., Sun, L., & Yung, K. (2020). Fundamental strength strategy: The role of investor sentiment versus limits to arbitrage. *International Review of Financial Analysis*, (In Press), 1–51.