

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E O RISCO DE MERCADO EM  
EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE DE ENERGIA DA B3****Gislaine Siebre Cezar***Universidade Estadual do Oeste do Paraná***Tércio Vieira de Araújo***Universidade Estadual do Oeste do Paraná***RESUMO**

O estudo objetivou analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados referentes ao período de 2015 a 2018 de uma amostra composta por 19 empresas. Foram utilizados os modelos Jones Modificado e KS para cálculo dos *accrual* discricionário. As medidas de retorno ajustadas ao risco mercado foram o índice de Sharpe e o índice de Treynor. Para verificar a relação entre gerenciamento de resultados e os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas foram feitas análises descritivas, correlação de Spearman e diferença de médias por meio do teste não-paramétrico Mann-Whitney. Como resultado, verificou-se que não existe uma relação significativa entre o gerenciamento de resultados e retorno efetivo do ativo em relação ao seu risco de mercado.

**Palavras-Chave:** Gerenciamento de Resultados; *Accruals*; Risco de Mercado; Sharpe; Treynor.

**1. INTRODUÇÃO**

Um dos objetivos das demonstrações contábeis é melhorar o processo decisório dos usuários proporcionando informações úteis. Portanto, as demonstrações devem conter informações de qualidade, na qual refletem a verdadeira situação da entidade (Hendriksen & Van Breda, 1999). No entanto, como os usuários têm interesses e expectativas diferentes, a qualidade da informação na área contábil é um indicador difícil de mensurar.

Para medir a qualidade da informação contábil, não existe apenas uma única métrica, mas sim diversos modelos que capturam diferentes propriedades, dentre elas: gerenciamento de resultados, conservadorismo, relevância, tempestividade da informação, persistência e oportunidade (Wang, 2006; Almeida, 2010; Moura et al., 2014).

Nesse estudo, a qualidade da informação contábil é observada por meio do gerenciamento de resultados, que contribui na discussão da Teoria da Agência, à medida que os interesses dos agentes se confundem com os interesses do principal, ao passo que os agentes podem agir de forma oportunista originando os conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976). Portanto, o gerenciamento de resultado diminui a qualidade dos relatórios financeiros das companhias e acentua a assimetria informacional.

Ressalta-se que, informações de baixa qualidade fazem com que os investidores fiquem menos dispostos a investir seu capital. Além disso, podem levar a liquidez de mercado insuficiente, previsões enganosas de analistas financeiros, aumentar o risco de inadimplência e aumentar o custo do capital próprio (Ge & Kim, 2014; Gotti & Mastrolia, 2014).

A implementação das normas da IFRS (*International Financial Reporting Standards*) tem contribuído para o aumento do número de pesquisas que tratam sobre o tema de gerenciamento de resultados, como os de Barth et al. (2008), Iatridis (2010), Chen et al. (2010), Baldissera et al. (2018), entre outros, visto que, a adoção desse padrão contábil permite maior

flexibilidade gerencial, impactando diretamente no nível de discricionariedade empregado nas demonstrações contábeis (Healey, 1985).

A literatura apresenta várias motivações para que os gestores gerenciem os resultados das companhias, como: a) influenciar a percepção do mercado de ações e elevar o preço das ações (Healy & Whalen, 1999; Field et al., 2001); b) motivos contratuais, para manter os *covenants* e outras restrições ou potencializar a obtenção de empréstimos (Healy & Whalen, 1999; Field et al., 2001; Lopes & Martins, 2005); c) preservar o cargo, busca de *status* e por perfeição e excelência profissional (Sunder, 1997; Martinez, 2001; Andrade & Rossetti, 2004).

Em face do gerenciamento de resultados gerar incertezas no mercado de capitais, pois pode afetar a visão do risco e do valor da empresa (Moyer & Shevlin, 1995; Thomas & Zhang, 2000) e por essa prática estar propensa a aparecer devido a flexibilidade proposta pela IFRS e o cenário econômico-financeiro do período, estimulou Christensen et al. (2007), Nardi et al. (2009), Soutes (2011) e Faria e Amaral (2015) a verificarem os efeitos do gerenciamento de resultado nas variáveis de mercado, sendo, custo de capital e retorno anormal das ações, com o intuito de investigar se o mercado reage de maneira diferenciada a empresas que efetuam o gerenciamento de resultado contábil, no entanto, constataram que não se pode afirmar que o mercado de capitais brasileiro reage ao gerenciamento de resultados contábeis.

Contudo, Sibim (2017) evidenciou que os *accruals* discricionários estão negativamente e significativamente relacionados ao risco de crédito. Brito et al. (2019) também apresentaram uma relação inversa entre o gerenciamento de resultados e o risco de mercado, no entanto, a relação foi mais forte especialmente para os períodos que compreenderam a crise político-econômica. Back et al. (2019) identificaram que existe uma combinação entre o gerenciamento de resultados e eficiência no retorno efetivo do ativo em relação ao seu risco de mercado.

Considerando-se o exposto, emerge a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3? Assim, este estudo objetiva analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o índice de Sharpe e de Treynor das empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3.

O estudo está estruturado em sete seções, iniciando com essa introdução. Em seguida, apresenta o referencial teórico que aborda conteúdos sobre gerenciamento de resultados, medidas de retorno ajustadas ao risco e estudos anteriores relacionados ao tema. Após, apresenta os aspectos metodológicos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa. Em seguida, faz a descrição e a análise dos resultados e, por último, apresenta as considerações finais do estudo.

## 2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O vasto conjunto de critérios de mensuração e evidenciação contábeis permite que os gestores tenham alternativas válidas para apresentar as demonstrações financeiras conforme seus incentivos. Todavia, a discricionariedade nas escolhas contábeis, desde que tomando por base o campo estrito da legalidade e dos princípios contábeis, é identificada como gerenciamento de resultados (Fields et al., 2001).

O gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores usam o julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação de transações para alterar as informações reportadas, com a finalidade de enganar algumas partes interessadas acerca do desempenho econômico subjacente da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis (Healy & Wahlen, 1999).

A literatura sobre gerenciamento de resultado teve início com os modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986), que utilizaram medidas que identificavam *accruals* totais e sua variação. Desde então, os estudos subsequentes buscam identificar e estimar os *accruals* específicos. Há estudos, também, que examinam o comportamento dos *accruals* das empresas

sujeitas a regulamentação e a identificação de modelos que avaliam o comportamento de empresas considerando-se o setor.

De acordo com Healy e Wahlen (1999), uma abordagem comum para investigar a existência de gerenciamento de resultados é identificar os incentivos dos administradores para gerenciar lucros e testar se padrões de *accruals* não-esperadas (*accruals* discricionárias) são consistentes com estes incentivos. Estes autores classificam a pesquisa empírica em gerenciamento de acordo com três incentivos: as expectativas e a avaliação do mercado de capitais, os contratos escritos em termos de números contábeis e a regulamentação.

Quanto aos incentivos relacionados às expectativas de mercado, as empresas gerenciam lucros para atender às previsões dos analistas, de modo que os gestores atuam no sentido de elevar os lucros para evitar divulgar resultados menores que os das expectativas dos analistas. Nesse contexto, Martins et al. (2016) avaliaram se a acurácia da previsão de lucro de analistas é influenciada pelos níveis de gerenciamento de resultados contábeis. O estudo concluiu, que os gestores praticam maior nível de gerenciamento quando estão próximos de atingir a previsão dos analistas. Por outro lado, quando os resultados estão distantes do objetivo, foi identificado menor volume de *accruals*, indicando menor uso de gerenciamento.

De outro modo, as empresas têm incentivos para relatar lucros anormais positivos antes das ofertas sazonais de capital, ofertas públicas de aquisições de ações iniciais e aquisições financiadas por ações, com a finalidade de elevar o preço dos títulos. O estudo de Paulo (2006) buscou identificar se existem evidências do uso de gerenciamento de resultados, com base na medição dos *accruals* discricionários, em maiores níveis antes, durante ou depois da oferta de ações, pelas empresas no mercado, e identificou o uso de gerenciamento em ambos os períodos, concluindo que, essas evidências estão relacionadas à motivação em elevar o preço das ações no momento imediato em que antecede a oferta pública de ações e demonstrar desempenhos nos períodos seguintes para evitar quedas dos preços das ações.

Assim, considerando-se o uso de informações contábeis por investidores e analistas financeiros, poderá haver um incentivo para que os gestores manipulem ganhos na tentativa de influenciar o desempenho do preço de ações de curto prazo. Nesse sentido, Martinez (2001) objetivou demonstrar empiricamente se as companhias abertas brasileiras “gerenciam” os resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais, e constatou que as empresas que gerenciam resultados, conseguem, a curto prazo seduzir os investidores, porém, no longo prazo, este procedimento é identificado pelo mercado, e essas ações acarretam nos piores desempenhos acumulados.

Segundo Scott (2009), há quatro diferentes modalidades de gerenciamento de resultado: a) a suavização de resultados (*income smoothing*), que busca linearidade na apuração dos resultados; b) o *taking a bath*, que trata da apuração de prejuízos correntes em períodos de reorganização societária ou mudança no corpo administrativo, a fim de aumentar a probabilidade de divulgação de melhores resultados futuros; c) a minimização de resultados (*income minimization*), semelhante, de modo mais sutil, ao *taking a bath*, que consiste em prática normalmente observada em empresas com maior monitoramento; e d) a maximização de resultados (*income maximization*), que busca reportar elevados resultados alinhados aos objetivos dos gestores, sobretudo pela busca de maximização de seus rendimentos (bônus por resultados).

Healy (1985) encontrou evidências de que os executivos gerenciam lucros para baixo quando os seus bônus já estão em seu limite máximo. Corroborando com o achado, Martinez (2001) apurou que um dos principais motivos para o uso de gerenciamento de resultados nas empresas, é a remuneração de seus executivos, visto que os bônus, participações, constituem uma forma tradicional de pagamento condicionado a lucros. Com o intuito de receber valores maiores, os gestores manejam os resultados majorando os lucros do exercício.

DeAngelo (1986) expõe que os gestores podem exercer sua discricionariedade contábil para apresentar um quadro favorável de seu próprio desempenho para os acionistas. Dechow e Sloan (1991) constataram que os executivos tendiam a reduzir os gastos com pesquisa e desenvolvimento, nos últimos anos de trabalho, para aumentar os lucros divulgados.

Sob a ótica de divulgação, Santos e Paulo (2006) comentam que a possibilidade de distorção das informações contábeis normalmente se origina em razão da existência de critérios alternativos de reconhecimento, mensuração e evidenciação. Isso oportuniza aos administradores escolherem uma entre duas ou mais alternativas válidas, para retratar as informações da forma mais conveniente, podendo, desse modo, distorcer a análise do desempenho por parte do usuário externo.

A diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido é conhecida como *accruals* (acumulações), ou seja, *Accruals* são as contas de resultado que fazem parte do cálculo do lucro, mas não modificam o fluxo de caixa. O propósito é calcular o lucro no seu aspecto econômico, aquele que gera efetivamente riqueza patrimonial da unidade econômica, não dependendo da movimentação financeira. Logo, o gerenciamento de resultados ocorre quando o gestor altera discricionariamente essas *accruals*, com o intuito de alterar o resultado contábil (Martinez, 2008).

Considerando que eventualmente o "gestor" possa tomar a decisão de aumentar ou diminuir os *accruals* por motivos alheios à realidade do negócio, cria-se a necessidade didática de subdiví-los em: *accruals* discricionários (*discretionary accruals*) e *accruals* não discricionários (*non discretionary accruals*). Esses últimos seriam os exigidos de acordo com a realidade do negócio, os primeiros seriam artificiais e teriam como único propósito "gerenciar" o resultado contábil (*earnings management*). Os *accruals* discricionários (AD) podem ser positivos ou negativos, representando, respectivamente, que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los (Martinez, 2008).

É importante esclarecer que o gerenciamento de resultados não é considerado fraude contábil. A fraude não incide dentro das normas contábeis, tal qual o gerenciamento de resultados, a fraude infringe os princípios contábeis e caracteriza-se pelo registro de vendas fictícias, lançamentos de pagamentos indevidos, modificação nos estoques, entre outros (Dechow & Skinner, 2000).

Se há a possibilidade de os resultados terem sido gerenciados, gera-se um problema sério. A interpretação dos relatórios contábeis e a mensuração da rentabilidade da companhia se tornam combinação entre avaliar a realidade econômica da empresa e identificar a natureza dos possíveis ajustes que podem ter sido realizados. Os modelos mais utilizados para detectar o uso de gerenciamento de resultados baseados em *accruals* discricionários no Brasil, segundo Martinez (2001), são o Modelo Jones Modificado e o Modelo KS.

### 3. MEDIDAS DE RETORNO AJUSTADO AO RISCO

A taxa de retorno de um ativo é uma medida importante para análise e seleção de investimentos, pois representa o ganho monetário por unidade de capital investido em determinado período (Oda, 2006). No entanto, sabe-se que existem riscos em investimentos além da obtenção de retornos, assim, o risco refere-se à probabilidade de se obter um retorno de investimento que seja diferente do previsto (Damodaran, 2007).

O risco total de um ativo será dado pela soma do risco sistemático acrescido do risco não sistemático, na qual é medido pelo desvio-padrão das taxas de retorno sobre o investimento. Destaca-se que, o risco não sistemático é aquele que é inerente ao ativo, ou seja, está associado as particularidades de uma empresa ou grupo de empresas similares, desse modo, pode ser eliminado com a diversificação do investimento. Já o risco sistemático, são os eventos imprevistos ou inesperados que afetam os ativos de uma economia de forma geral, ou seja,

aquele proveniente de mudanças no cenário macroeconômico que afetam todos os ativos e não pode ser eliminado com a diversificação (Oda, 2006).

O, nível de risco sistemático presente no investimento pode ser medido pelo valor do coeficiente  $\beta$  (beta), essa medida revela o grau de influência das variações globais no mercado no desempenho de um ativo específico. Por este motivo, representa um prêmio de risco ao investidor, compensando-o por correr o risco de mercado e que não depende do seu poder de gestão e decisão (Ross et al., 1995).

Dessa forma, para mensurar corretamente o desempenho do ativo, torna-se necessário ajustar o retorno ao risco incorrido. Assim, de acordo com a teoria de mercado de capitais, existem índices de desempenho que utilizam o desvio-padrão e o beta como medidas de risco, sendo, o índice de Sharpe e índice de Treynor.

O índice Sharpe formulado por William Sharpe (1966) mede a remuneração para uma determinada carteira, por cada unidade de risco total a que se expõe o ativo. Assim, a utilização do índice Sharpe é recomendada para aqueles investidores que desejam analisar o desempenho de uma carteira, tendo sua preocupação concentrada no risco total do portfólio. Portanto, se os fundos não forem bastante diversificados, o índice Sharpe é mais apropriado pelo fato de considerar toda a variabilidade, inclusive aquela que é devida à ausência de diversificação (Silva Neto, 1997).

Quando se encontra no mercado carteiras ou fundos de investimentos com índice Sharpe superior ao referencial de mercado, tem-se um forte indicador de estar diante de um fundo com uma boa administração ativa (Silva Neto, 1997), pois esse índice expressa a diferença entre a rentabilidade média da carteira sob análise e a rentabilidade proporcionada pelo ativo livre de risco, ou pelo ativo que representa a média do mercado (Fortuna, 2001).

Destaca-se que, o índice Treynor criado por Jack Treynor (1965) diferencia-se do índice Sharpe (1966), pois a métrica de risco utilizada por Sharpe é o desvio-padrão da data de retorno da carteira, enquanto o índice de Treynor utiliza o risco sistemático ou beta da carteira como métrica de risco.

Treynor (1965) foi o primeiro a utilizar o conceito de risco sistemático para medir a performance de fundos. Ele utilizou a relação entre o retorno do portfólio e do mercado, sendo a primeira a variável dependente, e representou graficamente como uma função linear, a que chamou de “linha característica”. O índice Treynor, também conhecido como Recompensa pela Volatilidade, tem como finalidade medir o excesso do retorno por unidade de risco sistemático, sendo a volatilidade representada pelo  $\beta$  (beta) e calculada pela tangente do ângulo de inclinação da linha característica.

Portanto, o índice Treynor é uma medida de desempenho que aponta quanto de prêmio foi obtido por um portfólio por unidade de risco sistemático assumido, que representa o risco proveniente das flutuações do mercado, aquele que não pode ser eliminado, ou seja, mensura o quanto eficiente é o retorno de um investimento frente ao nível de risco sistemático ou o risco de mercado (Pasquali, 2017).

#### 4. PESQUISAS ANTERIORES RELACIONADAS AO TEMA

Em uma empresa, as pessoas têm necessidades e motivações diferentes e podem usar a liberdade permitida por lei para obter benefícios. Nesse sentido, pesquisas verificaram que certas escolhas têm o objetivo de enganar os usuários sobre o real desempenho econômico-financeiro da empresa por meio do gerenciamento de resultado o qual seria fruto de uma atitude oportunista (Schipper, 1989; Healy & Whalen, 1999).

Além das definições, existem motivações para as empresas gerenciarem seus resultados, enfatizadas na literatura, como: a) influenciar a percepção do mercado de ações e elevar o preço das ações (Healy & Whalen, 1999; Field et al., 2001); b) motivos contratuais, para manter os *covenants* e outras restrições ou potencializar a obtenção de empréstimos (Healy & Whalen,

1999; Field et al., 2001; Lopes & Martins, 2005); c) preservar o cargo, busca de *status* e por perfeição e excelência profissional (Sunder, 1997; Martinez, 2001; Andrade & Rossetti, 2004).

Nesse sentido, surgiram estudos que encontraram evidências que, no Brasil, as empresas fazem gerenciamento de resultado (Martinez, 2001; Decourt et al., 2007). Além disso, pesquisas exploraram a relação do gerenciamento de resultado com o grau de alavancagem (Coelho & Lopes, 2007), custo de capital (Nardi et al., 2009; Moura et al., 2015), variável *Market-to-book* (Almeida et al., 2011), *book-tax differences* (Ferreira et al., 2012), emissão de debêntures (Sincerre et al., 2016), insolvência de empresas (Fiirst et al., 2016), crise financeira (Moura et al., 2017), reputação do Chief Executive Officer-CEO (Silva, et al. 2017), a cultura nacional (Silva et al., 2017), entre outros.

Em face do gerenciamento de resultados gerar incertezas no mercado de capitais, pois pode afetar a visão do risco e do valor da empresa (Moyer & Shevlin, 1995; Thomas & Zhang, 2000) e por essa prática estar propensa a aparecer devido a flexibilidade proposta pela IFRS e cenário econômico-financeiro do período, como crises, estimulou Christensen et al. (2007), Nardi et al. (2009), Soutes (2011) e Faria e Amaral (2015) a verificarem os efeitos do gerenciamento de resultado nas variáveis de mercado, sendo, custo de capital e retorno anormal das ações, com o intuito de investigar se o mercado reage de maneira diferenciada a empresas que efetuam o gerenciamento de resultado contábil, no entanto, constataram que não se pode afirmar que uma empresa gerenciar ou não seu resultado impacta no comportamento de mercado de suas ações.

Contudo, Sibim (2017) evidenciou que os *accruals* discricionários estão negativamente e significativamente relacionados ao risco de crédito. Brito et al. (2019) também apresentaram uma relação inversa entre o gerenciamento de resultados e o risco de mercado, no entanto, a relação foi mais forte especialmente para os períodos que compreenderam a crise político-econômica. Back et al. (2019) identificaram, por meio dos modelos de Quatro medidas de Leuz e Jones Modificado, que há evidências empíricas que sustentam o uso de gerenciamento de resultado nas empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3, e que existe uma combinação entre o gerenciamento e eficiência no retorno efetivo do ativo em relação ao seu risco de mercado. Portanto, o que se busca neste estudo é avaliar a relação entre *Accruals* Totais do modelo KS e Jones Modificado com os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3.

## 5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de atender ao objetivo proposto, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados, uma vez que tem como característica descrever o comportamento da eficiência de retorno dos ativos em relação ao risco de mercado, comparado com o grau de gerenciamento dos resultados, por meio de coleta de dados de demonstrativos financeiros e modelos específicos.

Em relação ao universo da amostra, este estudo utilizou as companhias abertas que negociaram suas ações na B3 (Brasil Bolsa Balcão) no período de 2015 a 2018. Dentro deste universo, a amostra recolhida foi composta por empresas integrantes da carteira teórica do Índice de Energia Elétrica (IEE) na edição de 2018. As empresas que não tinham informações necessárias para todas as variáveis utilizadas e em todos os anos investigados foram excluídas da amostra. Após os procedimentos metodológicos adotados, a amostra desta pesquisa foi composta por 19 companhias abertas. A fonte da coleta de dados desta pesquisa teve como base os sítios eletrônicos da B3 e das instituições através da central de resultados da página de relacionamento com os investidores.

Inicialmente, foram calculados os índices de gerenciamento de resultados, entre vários métodos, preferiu-se o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) e o modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995).

O *accrual* total pode ser calculado conforme Jones (1991):

$$AT_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta Disp_t + \Delta Fin_t - Depr_t)}{A_{t-1}} \quad (1)$$

Onde:  $AT_t$  – *Accrual* Total em  $t$ ;  
 $\Delta AC_t$  – Variação no Ativo Circulante em  $t$ ;  
 $\Delta PC_t$  – Variação no Passivo Circulante em  $t$ ;  
 $\Delta Disp_t$  – Variação em caixa e equivalentes a caixa em  $t$ ;  
 $\Delta Fin_t$  – Variação em Financiamento e Empréstimos de Curto Prazo em  $t$ ;  
 $Depr_t$  – Despesa de Depreciação e Amortização em  $t$ ;  
 $A_{t-1}$  – Ativo Total em  $t-1$ .

No entanto, o objetivo do Modelo modificado de Jones é reduzir o incremento nas contas a receber pelas variações das vendas, considerando a possibilidade de gerenciamento das vendas a prazo (Paulo, 2007).

Desse modo, o Modelo Jones Modificado utiliza a variação dos ativos imobilizados, e das receitas líquidas, partindo da ideia de que as acumulações não discricionárias são dependentes destas variáveis, que são medidas em função dos ativos totais (Dechow et al., 1995).

Este modelo foi formulado com a intenção de eliminar a tendência conjecturada do Modelo de Jones na mensuração dos *accruals* discricionários com erro, no momento que a discricionariedade sobre as receitas é exercida, logo medindo os *accruals* não-discricionários (Lopes & Tukamoto, 2007). O modelo Jones Modificado, segundo Dechow et al. (1995) pode ser descrito conforme Equação 2.

$$AND_t = \alpha_1 + \alpha_2(\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \alpha_3(AI_{it}) + \varepsilon_1 \quad (2)$$

Onde:  $AND_t$  – total *accruals* não discricionários no ano  $t$ ;  
 $\Delta R_{it}$  – variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do  $t - 1$  para o ano  $t$ ;  
 $\Delta CR_{it}$  – variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa  $i$  do  $t - 1$  para o ano  $t$ ;  
 $AI_{it}$  – saldo da conta ativo imobilizado e ativo diferido da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  
 $\varepsilon_1$  – erro.

As variáveis  $\Delta R_{it}$ ,  $\Delta CR_{it}$ , e  $AI_{it}$  são ponderadas pelos ativos totais no início do período (em  $t - 1$ ), enquanto  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$  e  $\alpha_3$  são os coeficientes estimados por regressão para cada conjunto de variáveis. Portanto, no cálculo ocorreu a ponderação dos valores pelos ativos para evitar a influência do tamanho da empresa nos resultados.

Acredita-se que o modelo de Jones provoca sérios erros de classificação. Entre os problemas percebidos destacam-se: a) erros nas variáveis; b) variáveis omitidas, e; c) simultaneidade. Em resposta a todos esses problemas, a melhor alternativa parece ser o modelo de KS. Para mitigar os problemas de variáveis omitidas, o modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação nas receitas. E, finalmente, para corrigir o problema de simultaneidade, é empregada a metodologia de variáveis instrumentais (Martinez, 2001).

Não existe modelo perfeito, mas o modelo KS parece ser, dentro do estado da arte atual, aquele que proporciona os melhores resultados. Uma das maiores dificuldades na implementação do modelo KS é a preparação dos dados para a regressão múltipla, visto que o

modelo demanda grande quantidade de dados contábeis. Transcrevem-se a seguir as equações e variáveis fundamentais do modelo KS (Martinez, 2001).

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 + [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 At.Imob_{it}] \} \quad (4)$$

Onde:  $AT_{it}$  = Acumulações Totais = (CGL – Depreciação& Amortização)<sub>t</sub> ;  
 $Rec_{it}$  = Receita Líquida (excluindo Tributação);  
 $Desp_{it}$  = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação&Amortização;  
 CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Imposto a Pagar;  
 $At.Imob_{it}$  = Ativo Imobilizado e Ativo Diferido;  
 $C.Receber_{it-1}$  = Contas a Receber no período t-1;  
 $DEPREC_{it-1}$  = Despesas de Depreciação;  
 $\delta_1 = C.Receber_{it-1} / Rec_{it-1}$ , onde AR (contas a receber);  
 $\delta_2 = (\Delta CG - CRec_{it-1}) / Desp_{it-1}$ ;  
 $\delta_3 = DEPREC_{it-1} / At.Imob_{it-1}$ ;  
 $Rec_{it} \cdot Desp_{it} \cdot At.Imob_{it}$ , essas variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

O modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial, procurando explicar a dimensão das Acumulações Totais (capital de giro líquido menos depreciação e amortização do período). Destaca-se que precisa haver um tratamento específico em cada variável de modo a refletir mais corretamente a realidade brasileira.

Na análise de desempenho dos ativos foi realizada com base em dois índices bastantes utilizados, somada a avaliação de retorno e a volatilidade dos ativos. Os índices usados foram o de Treynor (1965) e Sharpe (1966).

O índice de Sharpe é definido por:

$$IS_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i} \quad (5)$$

Onde:  $IS_i$  - Índice Sharpe;  
 $E(R_i)$  - Retorno esperado final do ativo;  
 $R_f$  - Retorno proporcionado por um ativo livre de risco;  
 $\sigma_i$  - desvio padrão da taxa de retorno do ativo.

A medida de desempenho do índice Treynor é a seguinte:

$$IT_i = \frac{R_i - R_f}{\beta_i} \quad (6)$$

Onde:  $IT_i$  - Índice Treynor de determinado ativo;  
 $R_i$  - Retorno esperado pelo ativo;  
 $R_f$  - Retorno do ativo livre de risco;  
 $\beta_i$  - Risco sistemático do ativo ou risco de mercado.

O índice Treynor diferencia-se do índice Sharpe, pois utiliza o coeficiente  $\beta$  (beta) como medida de risco. Desse modo, o coeficiente  $\beta$  é calculado por meio da Equação 7.

$$\beta_{im} = \frac{COV (R_i, R_m)}{VAR (R_m)} \quad (7)$$

Onde:  $\beta_{im}$  – coeficiente beta, que representa a sensibilidade dos retornos do ativo em relação aos do mercado  
 $COV (R_i, R_m)$  – covariância entre o retorno do ativo e o retorno do mercado  
 $VAR (R_m)$  – variância do retorno do mercado

Destaca-se que a taxa de retorno do ativo, foi calculada a partir do fechamento do preço das ações de cada ativo. O retorno de mercado, se obteve pelo fechamento do preço das ações, de um ativo referencial (Bovespa), e ambos os valores foram obtidos pelo site da B3. Para a taxa de juros sem risco ou *risk-free*, considerará a taxa Selic, obtida no site do Bacen – (Banco Central).

Com os dados obtidos, foi feita análise descritiva das variáveis, cálculo de correlação de Spearman e o teste não-paramétrico U de Mann-Whitney. Destaca-se que se utilizou do teste de Kolmogorov-Smirnov para testar se a distribuição amostral de cada variável possuía normalidade nos dados. O resultado do teste não foi positivo para todas as variáveis, dessa forma, optou-se por utilizar o coeficiente de correlação de spearman e o teste não-paramétrico U de Mann-Whitney.

A correlação, existe entre duas variáveis quando uma delas está relacionada com a outra. Destaca-se que na correlação de Spearman considera a correlação por postos e não exige suposição de normalidade dos dados, por ser um teste não-paramétrico (Triola, 1998). O teste U de Mann-Whitney, testa a seguinte hipótese: duas amostras independentes vêm de uma população com a mesma distribuição. Esse teste é usado quando os dados são dispostos em uma sequência única e combinada, em que os valores altos e baixos devem se situar equitativamente entre as duas amostras (Triola, 1998).

## 6. DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 mostra a evolução da média das medidas de gerenciamento de resultados, classificadas em ordem crescente. Por exemplo, 25% das primeiras empresas possuem um gerenciamento de resultados apurado pelo modelo KS em torno de -0,0100, enquanto que a observação mediana é de 0,0700. Como a média da variável KS é de 0,0726, percebe-se que há um conjunto de 25% de observações que possuem um alto gerenciamento de resultados (75%), o que implica no valor da média. Análise semelhante pode ser feita para o modelo JM.

Ao observar o teste não-paramétrico U de Mann-Whitney (Tabela 1), nota-se que o *p-value* apresentou um valor menor que o nível de significância de 0,05, dessa forma, conclui-se que há diferenças estatisticamente significativas para um intervalo de 95% de confiança nos índices de gerenciamento de resultado.

Tabela 1

### Informações descritivas das medidas de gerenciamento de resultados

Métrica	Média	25%	Mediana	75%	Teste U de Mann-Whitney
Modelo_KS	0,0726	-0,0100	0,0700	0,1000	0,0033
Modelo_JM	-0,0189	-0,0600	-0,0300	0,0100	

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Na Tabela 2 apresentam-se os índices de gerenciamento de resultados das empresas da amostra, referentes ao período de 2015 a 2018.

Tabela 2

**Estatística descritiva dos índices de gerenciamento de resultados do período de 2015 a 2018**

Ano	Índices	Modelo-KS		Modelo-JM	
		Quantidade de empresas		Quantidade de empresas	
		Nº	%	Nº	%
2015	> -0,10			4	21
	-0,10 a 0,00	5	26	11	58
	0,01 a 0,10	9	48	3	16
	> 0,10	5	26	1	5
2016	> -0,10			5	26
	-0,10 a 0,00	5	26	9	48
	0,01 a 0,10	10	53	4	21
	> 0,10	4	21	1	5
2017	> -0,10			5	26
	-0,10 a 0,00	5	26	6	32
	0,01 a 0,10	10	53	4	21
	> 0,10	4	21	4	21
2018	> -0,10			1	5
	-0,10 a 0,00	5	26	6	32
	0,01 a 0,10	8	42	8	42
	> 0,10	6	32	4	21

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Nota-se na Tabela 2, que no ano de 2015, para o modelo-JM, 58% das 19 empresas que constituem a amostra da pesquisa possuíam índices variando entre -0,10 e 0,00, e no modelo-KS, 48% possuíam índices variando entre 0,01 e 0,10. Dessa forma, é possível constatar que no modelo-JM em 11 casos o gerenciamento ocorreu para reduzir os resultados, por outro lado, no modelo-KS em 9 empresas os ajustamentos de competência ocorreram para aumentar os resultados contábeis, no entanto, percebe-se que nos dois modelos na maioria das empresas ocorreram gerenciamentos de baixas proporções (74%).

Em relação ao ano de 2016, é possível observar na Tabela 2 que o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções com índices positivos entre 0,01 e 0,10 elevou-se nos dois modelos. Sendo no modelo-KS de 48% em 2015 para 53% em 2016 e no modelo-JM de 16% em 2015 para 21% em 2016. Contudo, no modelo-JM percebe-se ainda uma predominância de gerenciamentos de baixas proporções na ocorrência de ajustamentos de competência para reduzir resultados (48%).

No ano de 2017, no modelo-KS, o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções e altas proporções mantiveram-se iguais ao ano de 2016, ou seja, 79% e 21%, respectivamente. Em contrapartida, no modelo-JM houve um aumento no percentual de empresas que realizaram gerenciamentos positivos de altas proporções (21%) e redução no percentual de empresas que realizaram gerenciamentos negativos de baixas proporções (32%).

Quanto ao ano de 2018, constata-se na Tabela 2 que o percentual de empresas que realizaram gerenciamentos positivos de altas proporções elevou-se no modelo-KS, passando de 21% em 2017 para 32% em 2018. Já no modelo-JM o percentual de empresas que realizaram gerenciamento de maior proporção diminuiu, em compensação, os gerenciamentos positivos de menores proporções teve um aumento dobrado de 21% para 42% em 2018.

Destaca-se que, para as próximas observações e análises em relação aos *Accruals* totais (AT) e medidas de retorno ajustado ao risco, levou-se em consideração apenas os dados de

2018, visto que, nesse período os dois modelos (KS e JM) apresentaram a maior média de gerenciamento de resultados, além disso, constatou que não há diferenças estatisticamente significativas para um intervalo de 95% de confiança nos índices de gerenciamento de resultados apenas para esse período, conforme mostra a Tabela 3.

Tabela 3  
Informações das médias de gerenciamento de resultados

Ano	AT <sub>KS</sub>	AT <sub>JM</sub>	Teste U de Mann-Whitney
2015	0,0726	-0,0553	0,007
2016	0,0715	-0,0442	0,017
2017	0,0661	-0,0333	0,018
2018	0,0791	0,0603	0,337

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Na tabela 4, os *Accruals* totais (AT) da Amostra 1 compreende as empresas que apresentaram maiores valores de AT e na Amostra 2 os menores valores. Destaca-se que, a população abrange as 19 empresas, e cada amostra possui 10 empresas, assim, no modelo de KS repete-se a empresa Energias BR (ENBR3), que se manteve no limiar das Amostras 1 e 2.

Tabela 4  
Resultados estatísticos dos clusters nas análises com *Accruals* totais do modelo KS

Cluster	Descritivos	AT <sub>KS</sub>	$\beta$	IS <sub>Kei</sub>	IT <sub>Kei</sub>
População	Média	0,0791	0,5852	0,1012	-0,0559
	Desvio Padrão	0,1169	0,4046	0,2979	0,6602
Amostra 1	Média	0,1525	0,5130	0,0289	0,0560
	Desvio Padrão	0,1094	0,2312	0,0460	0,2877
Amostra 2	Média	0,0062	0,6561	0,1632	-0,1629
	Desvio Padrão	0,0590	0,5124	0,4199	0,8732

Fonte: dados da pesquisa (2020).

De acordo com a Tabela 4, a Amostra 2 apresenta a melhor média do índice de Sharpe, assim, pode-se dizer que as empresas que compõem essa amostra possuem uma gestão ativa e se compromete a desenvolver uma estratégia capaz de superar o desempenho médio do mercado correndo poucos riscos. Ao observar o desvio padrão do índice de Treynor e Sharpe, pode-se inferir que, as empresas com maiores *accruals* possuem menor variação quanto ao retorno realizado.

Quanto ao índice beta, nota-se que o beta médio da Amostra 1 é o menor, mas a média do índice de Treynor é a mais alta em relação aos demais, ou seja, mesmo com um retorno menor é mais eficiente, pois teve maiores retornos para cada unidade de risco que assumiu sobre a carteira de mercado, logo, pela ótica do risco sistêmico é a melhor escolha.

Na tabela 5, os *Accruals* totais (AT) da Amostra 1 compreende as empresas que apresentaram maiores valores de AT e na Amostra 2 os menores valores. Destaca-se que, a população abrange as 19 empresas, e cada amostra possui 10 empresas, assim, no modelo de

Jones Modificado repete-se a empresa Tran Paulist (TRPL4), que se manteve no limiar das Amostras 1 e 2.

Tabela 5

**Resultados estatísticos dos clusters nas análises com *Accruals* totais do modelo de Jones Modificado**

Cluster	Descritivos	$AT_{JM}$	$\beta$	$IS_{Kei}$	$IT_{Kei}$
População	Média	0,0603	0,5852	0,1012	-0,0559
	Desvio Padrão	0,1739	0,3060	0,6602	0,4046
Amostra 1	Média	0,1509	0,5388	0,1672	0,0651
	Desvio Padrão	0,1954	0,2841	0,4192	0,3116
Amostra 2	Média	-0,0333	0,6182	0,0337	-0,1445
	Desvio Padrão	0,0597	0,4950	0,0410	0,8725

Fonte: dados da pesquisa (2020).

De acordo com a Tabela 5, nota-se que o beta médio da Amostra 1 é o menor, mas a média do índice de Treynor e de Sharpe são as mais altas em relação aos demais, ou seja, mesmo com um retorno menor é mais eficiente, pois teve maiores retornos para cada unidade de risco que assumiu sobre a carteira de mercado. Além disso, pode-se dizer que essas empresas possuem uma gestão ativa e se compromete a desenvolver uma estratégia capaz de superar o desempenho médio do mercado correndo poucos riscos.

Ao observar o desvio padrão do índice de Treynor, pode-se inferir que, as empresas com maiores *accruals* possuem menor variação quanto ao retorno realizado, em contrapartida, no índice de Sharpe as empresas com menores *accruals* possuem menor variação quanto ao retorno realizado.

Na Tabela 6, evidenciam-se os coeficientes de correlação de *Spearman* com o objetivo de analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o índice de Sharpe e Treynor nas 19 empresas listadas no índice de energia elétrica (IEE) da B3 que compõem a amostra.

Tabela 6

**Correlação das variáveis no período de 2018**

PAINEL A - Empresas com índices de gerenciamento negativos				
Grupos de Teste	$AT_{KS}$	Sig.	$AT_{JM}$	Sig.
$IS_{CAMP}$	-0,103	0,870	-0,270	0,558
$IS_{Kei}$	0,154	0,805	0,234	0,613
$IT_{CAMP}$	-0,803	0,102	-0,136	0,771
$IT_{Kei}$	-0,205	0,741	0,162	0,728
PAINEL B - Empresas com índices de gerenciamento positivos				
Grupos de Teste	$AT_{KS}$	Sig.	$AT_{JM}$	Sig.
$IS_{CAMP}$	-0,102	0,730	0,470	0,123
$IS_{Kei}$	0,157	0,593	0,365	0,243
$IT_{CAMP}$	0,107	0,716	0,102	0,753
$IT_{Kei}$	0,272	0,348	0,393	0,206

Fonte: dados da pesquisa (2020).

Quanto mais distante de zero foi o índice, seja positivo ou negativo, significa que ocorreu maior gerenciamento de resultados. Deste modo, para que a análise não fosse prejudicada, optou-se por realizar uma correlação com os dados das empresas que possuíam índices de gerenciamento negativo e outra correlação com os dados das empresas que possuíam índices de gerenciamento positivo no período de 2018.

Verifica-se no Pannel A da Tabela 6 que no modelo KS a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação negativa com as variáveis  $IS_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Sharpe),  $IT_{CAMP}$  e  $IT_{Kei}$  (retorno esperado e realizado do índice de Treynor), o que indica que, conforme aumenta o gerenciamento de resultado, os índices diminuem. Ressalta-se que a relação é forte apenas entre o AT e  $IT_{CAMP}$ , no entanto, os resultados não foram estatisticamente significantes.

Ainda no Pannel A da Tabela 6, mas ao observar o modelo JM percebe-se que a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação negativa apenas com as variáveis  $IS_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Sharpe),  $IT_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Treynor), o que indica que, conforme aumenta o gerenciamento de resultado, os índices diminuem. Destaca-se que os resultados apresentaram uma correlação fraca e não foram estatisticamente significantes.

É possível verificar, no Pannel B da Tabela 6, com exceção da variável  $IS_{CAMP}$ , que nos dois modelos analisados a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação positiva com as variáveis  $IS_{Kei}$  (retorno realizado do índice de Sharpe),  $IT_{CAMP}$  e  $IT_{Kei}$  (retorno esperado e realizado do índice de Treynor), o que indica que, conforme aumenta o gerenciamento de resultado, os índices também aumentam. Porém os resultados apresentaram uma correlação fraca e não foram estatisticamente significantes.

Portanto, os resultados sinalizam que não existe associação significativa entre a variável *accruals* totais com o índice de Treynor e Sharpe em relação ao retorno esperado e realizado. Tal constatação corrobora com o estudo de Christensen et al. (2007), Nardi et al. (2009), Soutes (2011) e Faria e Amaral (2015) que investigaram se o mercado reage de maneira diferenciada a empresas que efetuam o gerenciamento de resultado contábil, no entanto, constataram que não se pode afirmar que o mercado brasileiro reage ao gerenciamento de resultados contábeis. Contudo, estes resultados estão em discordância com os evidenciados em pesquisa anteriores, tais como Sibim (2017), Brito et al. (2019) e Back et al. (2019).

## 7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo objetivou analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados referentes ao período de 2015 a 2018 de uma amostra composta por 19 empresas.

Destaca-se que se utilizou os modelos Jones Modificado e KS para cálculo dos *accrual* discricionário. As medidas de retorno ajustadas ao risco mercado foram o índice de Sharpe e o índice de Treynor. Para verificar a relação entre gerenciamento de resultados e os indicadores de retorno ajustado ao risco das empresas foram feitas análises descritivas, correlação de Spearman e diferença de médias por meio do teste não-paramétrico Mann-Whitney.

Quanto ao gerenciamento, os resultados evidenciaram nos dois modelos que no ano de 2015, em 74% das 19 empresas da amostra ocorreram gerenciamentos de baixas proporções. Destaca-se que, no modelo-KS na maioria dos casos foi para aumentar os resultados contábeis, em contrapartida no modelo-JM o gerenciamento ocorreu para reduzir os resultados. Em relação ao ano de 2016, verificou-se que no modelo-KS o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções aumentou enquanto que no modelo-JM reduziu-se os valores das baixas proporções devido ao aumento de gerenciamentos de altas proporções. No ano de 2017, no modelo-KS o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções e altas proporções mantiveram-se semelhantes ao ano de 2016, e no modelo-JM que

houve novamente um aumento de gerenciamentos de altas proporções. Quanto ao ano de 2018, constatou-se que o percentual de empresas que realizaram gerenciamentos de altas proporções elevou-se no modelo-KS e reduziu-se no modelo-JM.

Em relação aos indicadores, no modelo KS, o beta médio da amostra com maior valor de *accruals* é o menor, mas a média do índice de Treynor é a mais alta em relação aos demais, já a amostra com menor valor de *accruals*, apresenta a melhor média do índice de Sharpe. No modelo JM, nota-se também que o beta médio da amostra com maior valor de *accruals* é o menor, porém a média do índice de Treynor e de Sharpe são as mais altas em relação aos demais.

Por fim, os coeficientes da correlação de *Spearman* evidenciaram que, no caso das empresas com índices de gerenciamento negativos, a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação negativa com as variáveis  $IS_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Sharpe) e  $IT_{CAMP}$  e  $IT_{Kei}$  (retorno esperado e realizado do índice de Treynor) no modelo KS. Ao observar o modelo JM se percebe que a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação negativa apenas com as variáveis  $IS_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Sharpe) e  $IT_{CAMP}$  (retorno esperado do índice de Treynor). No entanto, os resultados não foram estatisticamente significantes.

Também evidenciaram, dentre as empresas com índices de gerenciamento positivos, com exceção da variável  $IS_{CAMP}$ , que nos dois modelos analisados a variável *accruals* totais (AT) apresentou correlação positiva com as variáveis  $IS_{Kei}$  (retorno realizado do índice de Sharpe),  $IT_{CAMP}$  e  $IT_{Kei}$  (retorno esperado e realizado do índice de Treynor), o que indica que, conforme aumenta o gerenciamento de resultado, os índices também aumentam. Porém os resultados apresentaram uma correlação fraca e não foram estatisticamente significantes.

Após as análises estatísticas, encontraram-se evidências de que não existe uma relação significativa entre gerenciamento de resultados e índices de retorno do ativo associado ao risco de mercado. Portanto, os resultados obtidos não permitem aceitar como válida a hipótese, de que as companhias listadas no Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3 gerenciam seus resultados contábeis por meio de *accruals* discricionários com o intuito de obter um retorno efetivo do ativo em relação ao seu risco de mercado.

Desse modo, os resultados encontram-se em discordância com a pesquisa de Back et al. (2019), que encontraram evidências empíricas que há relação entre o gerenciamento e eficiência no retorno efetivo do ativo em relação ao seu risco de mercado.

A própria natureza deste estudo traz limitações quanto as generalizações em relação as demais empresas do mercado, contudo é suficiente para as deduções alcançadas para as empresas que compõem o Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3, bem como serve como base para replicação metodológica em outros universos e/ou amostras de empresas, sem a necessidade de ajustes e/ou complementações metodológicas. Também se limitou pela não possibilidade da coleta de dados em uma das empresas componentes do Índice de Energia Elétrica (IEE) da B3.

Como sugestão para futuras pesquisas é relevante analisar a variação no valor das ações destas empresas, relacionando com o uso de gerenciamento. Sugere-se também aplicar este estudo em empresas de outros ramos, analisando o comportamento destas para verificar se o setor de atuação interfere nos resultados encontrados.

## REFERÊNCIAS

Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil.

- Almeida, J. E. F.; Lopes, A. B.; & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), pp. 44-62.
- Andrade, A.; & Rossetti, J. P. (2004). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Back, B.; Araújo, T. V.; & Cescon, J. A. (2019). Ensaio empírico: evidências de uso do gerenciamento de resultados na eficiência de retorno de ativos em relação ao seu risco no mercado. *Anais da III Conferência Internacional em Gestão de Negócios*, Cascavel, PR, Brasil.
- Baldissera, J.; Gomes, A.; Zanchet, A.; & Fiirst, C. (2019). Gerenciamento de resultados em companhias do setor de construção civil: influência da adoção do CPC 17. *Revista Universo Contábil*, 14(2), pp. 100-117.
- Barth, M.; Landsman, W.; & Lang, M. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp. 467-498.
- Brito, D. A.; Oliveira, L. P.; & Caldeira, N. W. S. (2019). Gerenciamento de resultado e o risco de mercado em Companhias abertas brasileiras. *Anais do III Congresso UFU de Contabilidade*, Uberlândia, MG, Brasil.
- Chen, H.; Tang, Q.; Jiang, Y.; & Lin, Z. (2010). The role of international financial reporting standards in accounting quality: evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), pp. 220-278.
- Christensen, H.; Lee, E.; & Walker, M. (2007). Cross-sectional variation in the economic consequences of international accounting harmonization: The case of mandatory IFRS adoption in the U. *The International Journal of Accounting*, 42, pp. 341-379.
- 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(2), pp. 121-144.
- Damodaran, A. (1999). *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. São Paulo: Qualitymark, 1999.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), pp. 400-420.
- Decourt, R. F.; Martinewski, A. L.; & Pietro Neto, J. (2007). Existe gerenciamento de resultados nas empresas com ações negociadas na Bovespa?. *Anais do VII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil.
- Dechow, P. M.; & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp. 51-89.
- Dechow, P. M.; Sloan, R. G.; & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70, pp. 193-225.
- Dechow, P. M.; & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14 (2), pp. 235-250.
- Faria, B.; & Amaral, H. (2015). O gerenciamento de resultado através do income smoothing e a relação com o risco das ações: estudo empírico com empresas do Ibovespa. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(1), pp. 25-42.
- Ferreira, F. R.; Martinez, A. L.; Costa, F. M.; & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), pp. 488-501.
- Fields, T. D.; Lys, T. Z.; Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), pp. 255-307.

- Fiirst, C.; Pamploma, E.; Bambino, A. C., & Klann, R.C. (2016). Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras nos Anos Antecedentes ao Pedido de Recuperação Judicial ou Falência. *Anais do IV Congresso Brasileiro de Gestão de Negócios*, Cascavel, PR, Brasil.
- Fortuna, E. (2001). *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. (14.ed.) Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Ge, W.; & Kim, J. B. (2014). Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67(4), pp. 641-647.
- Gotti, G.; Mastrolia, S. (2014). Cost of Capital for Exempt Foreign Private Issuers: Information Risk Effect or Earnings Quality Effect? It Depends. *The International Journal of Accounting*, 49(2), pp. 190-220.
- Healy, P. M. (1985) The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), pp. 85-107.
- Healy, P. M.; & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da Contabilidade*. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas.
- Iatridis, G. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), pp. 193-204.
- Jensen, M. C.; & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdã, 3(4), pp. 305-360.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*. 29, pp. 193-228.
- Kang, S. H.; & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of accounting Research*, Oxford , 33(2), pp. 353-367.
- Lopes, A. B.; & Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração*, 42(1), pp. 86-96.
- Martins, V. G.; Paulo, E.; & Monte, P. A. (2016). O Gerenciamento de Resultados Contábeis Exerce Influência na Acurácia da Previsão de Analistas no Brasil?. *Revista Universo Contábil*, 12(3), pp. 73-90.
- Martinez, A. L. (2001). *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19 (46), pp. 7-17.
- Moura, G. D.; Theiss, V.; & Cunha, P. R. (2014). Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista BASE*, 11(2), pp. 111-122.
- Moura, G. D.; Soares, J. C.; Mazzioni, S.; & Krueger, S. D. (2017). Crise financeira e gerenciamento de resultados: evidências de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do XI Congresso ANPCONT*, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Moura, G. D.; Macêdo, F. F. R. R.; Mazzioni, S.; & Kruger, S. D. (2015). Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do IX Congresso ANPCONT*, Curitiba, PR, Brasil.
- Moyer, A.; Shevlin, C. (1995). Income smoothing and incentives: empirical test. *The Accounting Review*. Sarasota, 62(2), pp. 358-377.

- Nardi, P. C. C.; Silva, R. L. M.; Nakao, S. H.; & Valle, M. R. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), pp. 06-26.
- Oda, A. L. (2006). *Desempenho de fundos de ações: análise de persistência de performance dos fundos de ações Brasileiros*. São Paulo: Saint Paul Editora.
- Pasquali, A. M. (2017). *Estratégia de value investing no mercado de ações brasileiro: um comparativo de desempenho do Smart Beta fundamentalista em relação ao índice de valor de mercado*. Trabalho de conclusão de especialização em Finanças, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.
- Paulo, E. (2006). Gerenciamento de Resultados e a Oferta Pública de Ações pelas Companhias Abertas Brasileiras. *Anais do XXX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; & Jaffe, J. F. (1995). *Administração financeira: corporate finance*. Tradução de Antonio Zoratto Zanvicente. São Paulo: Atlas.
- Santos, A.; & Paulo, E. (2006). Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *Brazilian Business Review*, 3(1), pp. 15-31.
- Sibim, M. C. (2017) *Gerenciamento de resultados e risco de crédito: estudo em companhias que negociam na BM&FBOVESPA*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Silva, A.; Gripa, S.; & Klann, R. C. (2017). Cultura nacional e informações contábeis: perspectiva do gerenciamento de resultados. *Anais do XI Congresso ANPCONT*, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Silva, E. M. S.; Luca, M. M. M.; & Ces, A. P. L. (2017). A reputação do CEO e o gerenciamento de resultados. *Anais do XI Congresso ANPCONT*, Belo Horizonte, MG, Brasil.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, Sarasota, 3(4), pp. 91-102.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119-138.
- Silva Neto, L. A. (1997). *Derivativos: Definições, Emprego e Risco*. São Paulo: Atlas.
- Sincerre, B. P.; Sampaio, J. O.; Famá, R.; & Santos, J. O. (2016). Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), pp. 291-305.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory*. (5.ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Soutes, D. O. (2011). Gerenciamento de Resultados Contábeis e Retorno Anormal: O Mercado Brasileiro Reage ao Gerenciamento de Resultados Contábeis?. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 3(3), pp. 51-65.
- Sunder, S. (1997). *Theory of accounting and control*. Ohio: South-Western Publishing.
- Treynor, J. (1965). How to rate Management of Investimento Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), pp. 63-75.
- Thomas, J.; & Zhang X. J. (2000). Identifying Unexpected Accruals: a comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*. New York, 19 (4/5), pp. 347-376.
- Triola, M. F. (1998). *Introdução à estatística*. Tradução Alfredo Alves de Farias. (7. ed.). Rio de Janeiro: LTC.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619-656.