



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LORENA INGRID DE LIMA E SANTOS

**ESTABILIDADE DA PROPRIEDADE INSTITUCIONAL DE AÇÕES E SUA
RELAÇÃO COM PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

Natal/RN

2020

LORENA INGRID DE LIMA E SANTOS

**ESTABILIDADE DA PROPRIEDADE INSTITUCIONAL DE AÇÕES E SUA
RELAÇÃO COM PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação
em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio
Grande do Norte para a obtenção do título de Mestre em
Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Clayton Levy Lima de Melo

Natal/RN

2020

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Sistema de Bibliotecas - SISBI

Catálogo de Publicação na Fonte. UFRN - Biblioteca Setorial do Centro Ciências Sociais Aplicadas - CCSA

Santos, Lorena Ingrid de Lima e.

Estabilidade da propriedade institucional de ações e sua relação com práticas de gerenciamento de resultados / Lorena Ingrid de Lima e Santos. - 2020.

56f.: il.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis. Natal, 2020.

Orientador: Prof. Dr. Clayton Levy Lima de Melo.

1. Contabilidade financeira - Dissertação. 2. Investidor institucional - Dissertação. 3. Gerenciamento de resultados - Dissertação. 4. Mercado de ações - Dissertação. I. Melo, Clayton Levy Lima de. II. Título.

LORENA INGRID DE LIMA E SANTOS

**ESTABILIDADE DA PROPRIEDADE INSTITUCIONAL DE AÇÕES E SUA
RELAÇÃO COM PRÁTICAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Norte para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Banca Examinadora

Professor Dr. Clayton Levy Lima de Melo
Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN
Presidente e Orientador

Professor Dr. Renato Henrique Gurgel Mota
Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN
Membro Interno

Professor Dr. Antônio Maria Henri Beyle de Araújo
Universidade Católica de Brasília – UCB
Membro Externo

Natal/RN

2020

AGRADECIMENTOS

Depois de todo esse percurso, a primeira coisa que gostaria de fazer é agradecer ao Meu Deus. Sem Ele nada disso teria acontecido!

À minha avó Ivone (*in memoriam*), por ter sido uma mulher incrivelmente forte, exemplo de honestidade e caridade em minha vida. À minha avó Ismênia, por ser sinônimo de sabedoria e amor. Ao meu avô Américo (*in memoriam*), pelas memórias lindas que tenho com o senhor. E ao meu avô Djalma pela mansidão e respeito. Todo meu carinho para vocês.

Agradeço aos meus pais. À minha mãe: sou grata pelo teu colo, teu amor imensurável e por ser a pessoa mais destemida que conheço. Ao meu pai: por sempre ter acreditado em mim, pelas incontáveis vezes que se fez presente e por ser nova criatura (2 Coríntios 5:17). Agradeço aos meus irmãos, Ícaro e Isabelle, por sempre estarem ao meu lado, faça chuva ou faça sol. Por todos os momentos que eu precisei ser ouvida. Por fazerem tudo melhor. E a Roberto, caçula, a vida com você tem mais aventuras.

Agradeço ao meu namorado Thiago, pela companhia nas madrugadas de estudo, nos cafés da tarde, pela paciência infinita e por sempre me apoiar.

Agradeço aos professores do Departamento de Ciências Contábeis da UFRN, pela minha primeira formação e por me direcionarem ao mestrado. Agradeço ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, em especial aos professores Doutores Adilson Tavares, Alexandro Barbosa, Anailson Gomes, Anderson Mol, Aneide Araújo e Diogo Lima, pelo ensino de qualidade. Agradeço aos meus colegas de turma, Adeildo, Aline, Camila, Elvis, Igor, John, Joilson, Pictor e Ruhama, pela boa companhia em toda essa caminhada. E agradeço meu amigo Gabriel Cristian por me ajudar em muitas ocasiões, desbravando fórmulas comigo.

Ao meu orientador, professor Dr. Clayton Melo, que com sabedoria me apoiou para a realização desse trabalho, contribuindo com seus conhecimentos, dando importantes sugestões e críticas.

Ao professor Dr. Renato Mota, não apenas pela contribuição na banca de qualificação, como também por sua recepção na Universidade Federal Rural do Semi-Árido, que tão minuciosamente me ajudou a concluir este estudo, dando críticas e sugestões imprescindíveis. Muito obrigada!

Agradeço ao professor Dr. Antônio Maria H. B. de Araújo, que tão gentilmente aceitou participar da banca de qualificação dando suas valiosas contribuições.

E agradeço ao órgão financiador: Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pelos recursos para a elaboração deste trabalho.

RESUMO

Esse estudo surge da necessidade de se compreender mais sobre o modo de atuação de investidores institucionais nas empresas brasileiras, e, se sua presença e volatilidade exercem algum tipo de redução na aderência de práticas de gerenciamento de resultados por parte de suas empresas investidas. Acrescido a isso, é questionado se esse resultado é atribuível a algum tipo de investidor institucional. Para esta análise, verificou-se a volatilidade das participações dos investidores institucionais nas empresas não reguladas e não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira (B3), durante o período de 2010 a 2018, que continham algum investidor institucional em sua estrutura acionária, constituindo uma amostra de 159 empresas. Dessa forma, foram utilizadas as métricas STDI e PROP, propostas por Elyasiani, Jia e Mao (2010). Essas são calculadas em seus valores totais, para todo o grupo de investidores institucionais, e individuais, considerando seus quatro grandes tipos: Bancos, Seguradoras, Fundos de Investimentos e *Holdings*. Como *proxies* para gerenciamento de resultados, foram mensurados os seus dois principais tipos: através de *accruals* discricionários (AEM), em que foi adotado o modelo de Pae (2005), e por meio de atividades operacionais (REM), em que se mensurou pelos modelos de Roychowdhury (2006). Os resultados indicaram que as empresas com acionistas estáveis do tipo Bancos são menos associados a práticas AEM, demonstrando um perfil de monitor ativo, diferentemente do que é estimado pela literatura. Também ficou evidente que empresas com acionistas estáveis do tipo *Holdings*, possuem menor aderência em estratégias do tipo REM, atribuindo-o ativismo institucional. E em maiores proporções de participação do acionista do tipo Seguradoras, foram evidenciados maior associação ao gerenciamento de resultados AEM e REM, concedendo a esse tipo de investidor um perfil passivo de propriedade. A relevância desses achados é de compreender cada vez mais sobre a ação desses investidores, o quão é importante considerar a sua heterogeneidade de objetivos, da busca por ganhos de curtos ou longos prazos, e na eficiência de seu monitoramento na mitigação de práticas de gerenciamento de resultados.

Palavras-chave: Estabilidade de investidores institucionais. Tipos de investidores institucionais. Gerenciamento de resultados. AEM. REM.

ABSTRACT

This study arises from the need to understand more about how institutional investors operate in Brazilian companies, and, if their presence and volatility exert some type of reduction in the adherence of earnings management practices by their investees. In addition, it is questioned whether this result is attributable to any type of institutional investor. For this analysis, the volatility of institutional investors' holdings in unregulated and non-financial companies listed on the Brazilian stock exchange (B3) was verified, during the period from 2010 to 2018, which contained some institutional investors in their shareholding structure, constituting a sample of 159 companies. Thus, the metrics STDI and PROP, proposed by Elyasiani, Jia and Mao (2010), were used. These are calculated in their total values, for the entire group of institutional and individual investors, considering its four main types: Banks, Insurance Companies, Investment Funds and Holdings. As proxies for earnings management, the two main types were measured: through discretionary accruals (AEM), in which the Pae model (2005) was adopted, and through operational activities (REM), which were measured by the models of Roychowdhury (2006). The results indicated that companies with stable shareholders of the Banks-type are less associated with AEM practices, demonstrating an active monitor profile, differently from what is estimated in the literature. It was also evident that companies with stable Holdings-type shareholders have less adherence to REM-type strategies, attributing it to institutional activism. And in bigger participation proportions of the Insurance-company-type shareholder, a greater association with the management of AEM and REM results was evidenced, granting this type of investor a passive ownership profile. The relevance of these findings is to understand more and more about the actions of these investors, how important it is to consider their heterogeneity of their objectives, the search for short or long term gains, and the efficiency of their monitoring in mitigating earnings management practices.

Keywords: Stability of institutional investors. Types of institutional investors. Earnings management. AEM. REM.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Motivações à adoção de práticas de Gerenciamento de Resultados.....	18
Quadro 2. Custos associados à adoção de estratégias de gerenciamento de resultados.....	21
Quadro 3. Fórmulas dos custos associados à adoção de práticas de gerenciamento de resultados.....	35
Quadro 4. Variáveis de controle adotadas no modelo de pesquisa.....	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Descrição da amostra de pesquisa conforme setor.....	29
Tabela 2. Estimação dos níveis normais dos <i>accruals</i>	37
Tabela 3. Estimação dos níveis normais das atividades operacionais.....	37
Tabela 4. Variáveis descritivas utilizadas no modelo econométrico da pesquisa.....	38
Tabela 5. Matriz de correlação de Spearman das variáveis de pesquisa.....	41
Tabela 6. Resultados das Regressões entre estabilidade institucional de ações e gerenciamento de resultados totais AEM e REM.....	42
Tabela 7. Resultados das regressões de <i>accruals</i> discricionários considerando o tipo de investidor.....	43
Tabela 8. Resultados das regressões de REM considerando o tipo de investidor.....	45

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Objetivo geral.....	14
1.2 Justificativas da pesquisa	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS	16
2.2 Investidores institucionais.....	22
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	28
3.1 População e Amostra.....	28
3.2 Mensuração da estabilidade da propriedade institucional	29
3.3 Mensuração de gerenciamento de resultados.....	31
3.4 Definição das variáveis do modelo de regressão.....	34
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	37
4.1 Estimação dos níveis normais de <i>accruals</i> e de despesas operacionais	37
4.2 Análise descritiva.....	38
4.3 Análise econométrica.....	39
4.4 Análise da relação entre a estabilidade da propriedade institucional de ações e práticas de gerenciamento de resultados	42
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
REFERÊNCIAS.....	50
APÊNDICE	56

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais tem como propósito fundamental a captação e aplicação de recursos nos ativos negociados neste ambiente. De maneira geral, a expectativa formada é de que no mercado de capitais exista transparência nos preços das ações, auxiliando os tomadores de decisões na alocação de seus investimentos, e nesse montante seriam refletidas todas as informações acessíveis (FAMA, 1970). Segundo o autor, essa eficiência pode se manifestar em três formas: fraca, semiforte e forte. No entanto, as pesquisas nas áreas de finanças e contabilidade indicam que o mercado eficiente na forma forte não é praticado no cenário real, sendo presentes os conceitos de mercados eficientes semiforte e fraca (SOARES; GALDI, 2011).

Nesse sentido, várias informações são disponibilizadas ao público no intento de transmitir a conjuntura e possíveis cenários da entidade. Criado para este propósito, os relatórios contábeis buscam auxiliar as empresas que obtêm melhores desempenhos a se diferenciarem das que apresentaram performances ruins, possibilitando a alocação eficiente de capital (HEALY; WAHLEN, 1999).

O processamento das informações disponibilizadas é elemento indispensável à eficiência dos mercados. Porém, para alcançar determinados níveis de informações se faz necessário despender recursos, que não estão repartidos proporcionalmente entre os usuários informacionais (KOTHARI, 2001). Faz-se importante acrescentar: a eficiência dos mercados não é naturalmente exercida. É através da atuação de seus agentes econômicos que a moldam em mais ou menos eficiente (FORTI; PEIXOTO; SANTIAGO, 2010).

Dentro desse contexto, encontramos o exemplo de importantes detentores de ativos no mercado de ações brasileiro: os investidores institucionais. Sousa (2016) relata que ao redor do mundo, um dos principais dilemas de governança corporativa a ser solucionado é a propriedade de ações difusa, na qual a falta de concentração pode desincentivar os proprietários de assumir para si o papel de monitor. Mas, acrescenta que no Brasil, historicamente, existe predominância da participação e concentração desse tipo de investidor em seu mercado de ações. Em dados atuais, estes transacionaram cerca de um terço das ações que foram negociadas na bolsa de valores brasileira no primeiro quadrimestre de 2020 (B3, 2020).

Sousa (2016) descreve que essas entidades atuam como representantes de uma coletividade de indivíduos e de seus respectivos recursos, agindo como administradores desse capital, executando decisões de investimentos. De maneira semelhante, Shiller e Pound (1989) discorrem que com acesso a esse nível de recursos, os investidores institucionais conseguem captar informações mais onerosas do que normalmente dispõem os demais tipos de investidores, e dessas informações (seu insumo principal) é que constroem seus julgamentos. Como exemplos de tal classe de investidores situam-se os bancos, fundos de investimentos, seguradoras, instituições de previdência privada, entre outras entidades (CORNETT *et al.*, 2007). Sendo estes até mesmo adotados como *proxy* para “investidores sofisticados” em diversos estudos (SOUSA, 2016).

Em um cenário real de mercados imperfeitos, há anomalias que impedem a fluidez de níveis de informações de qualidade a serem disponibilizadas e torna menos eficiente a atualização nos preços das ações, descritos em Dechow, Khimich e Sloan (2011). Entre os tipos de anomalias evidenciados no estudo, dá-se destaque à existência de práticas de gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados pode ser operacionalizado por meio de *accruals* discricionários (denominado AEM), descrita como a prática de manipular resultados através de escolhas contábeis executadas de forma discricionária e oportunista, na qual existe a intenção de mascarar algo para os usuários dessas informações, aumentando ou reduzindo os lucros contábeis (MARTINEZ, 2008). Como exemplo de manipulação de *accruals*, cita-se a estimação de forma irreal da conta de Perdas Estimadas em Créditos de Liquidação Duvidosa (PECLD), mecanismo este que modifica o resultado contábil (ZANG, 2012).

Outra forma de gerenciamento de resultados pode ocorrer através da manipulação de atividades reais da empresa, denominada *Real Earnings Management* (REM), descrita como a estratégia de manipular resultados a partir da modificação estruturada de uma atividade da empresa, ou do momento de sua realização, com o objetivo de alterar os resultados contábeis a serem reportados (SOHN, 2016). A exemplo disso, uma prática de REM pode consistir na escolha de não investir ou de reduzir despesas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) para que os lucros não sejam impactados por essas despesas quando incorridas (GUNNY, 2010).

A literatura demonstra que existe revezamento entre essas práticas, e não somente a adoção de uma, dados os custos inerentes a cada uma dessas escolhas, equilibrando seus benefícios e custos (ZANG, 2012). Esse fato influencia negativamente os usuários de tais informações, como investidores institucionais, individuais e estrangeiros, que baseiam suas escolhas de investimentos nesses relatórios (PAULO; MOTA, 2019).

Alguns estudos buscaram se aprofundar em investidores institucionais e analisar sua atuação no mercado de capitais, tais como examinar a ação desses investidores e o nível de monitoramento de práticas de gerenciamento de resultados, dentro de seus investimentos. Existiria algum tipo de relação entre eles? (RAJGOPAL; VENKATACHALAM; JIAMBALVO, 1999). Tais autores evidenciam uma relação negativa entre a participação concentrada de investidores institucionais e níveis anormais de *accruals* discricionários.

Nesse sentido, também se faz importante considerar que o grupo de investidores institucionais é vasto e diversificado. Almazan, Hartzell e Starks (2005) descrevem os grandes grupos de acionistas institucionais: Bancos, Seguradoras e Companhias de Investimentos, em que o último grupo foi aqui segregado em dois tipos empresariais: Fundos de Investimentos e *Holdings*; dadas suas expressivas participações no mercado acionário brasileiro e ao ser constatado sua alta concentração, na prática, durante a execução desse estudo.

Os autores defendem essa diferenciação-base uma vez que esses se inserem em ambientes legais, regulatórios e competitivos diferentes entre si; o que pode influenciar suas estratégias de investimentos. Brickley, Lease e Smith (1988), atribuem aos Bancos e Seguradoras o posicionamento de investidores “sensíveis à pressão”, por conterem possíveis relações de negócios entre o investidor e a investida, estes se tornam monitores passivos, sendo desfavorável entrar em conflitos com os gestores das empresas envolvidas. Da mesma maneira, os autores atribuem aos Fundos de Investimentos e *Holdings* o perfil de “insensíveis à pressão”, pela natureza independente entre as empresas.

Outro fator considerado que se mostrou relevante na conduta corporativa é a estabilidade da propriedade institucional de ações (ELYASIANI; JIA, 2010), uma vez que se estima que acionistas institucionais estáveis e de longas datas possuem maior envolvimento com a gestão de seus investimentos e interesses, buscando criar riqueza para si e para outros acionistas (CHEN; HARFORD; LI, 2007). E de forma contrária, estima-se ser menos provável que em investimentos de curto prazo e passageiros exista monitoramento ativo na gestão da investida (YAN; ZHANG, 2009).

A estabilidade desses investidores e sua relação com as ações de gerenciamento de resultados é um tópico pouco explorado, *vide* Lin e Manowan (2012), Shayan-Nia *et al.* (2017), Sakaki, Jackson e Jory (2017) e Kałdoński, Jewartowski e Mizerka (2019). Em todas essas pesquisas é analisado um tipo específico de gerenciamento de resultados, mas dentro de seus achados já se conseguiu evidenciar que a alta volatilidade da propriedade institucional possui associação positiva ao nível anormal de *accruals* discricionários (LIN; MANOWAN, 2012); e que investidores institucionais de longo prazo apresentam relação negativa na

aderência de práticas REM (SAKAKI; JACKSON; JORY, 2017; KAŁDOŃSKI; JEWARTOWSKI; MIZERKA, 2019). E nenhum desses estudos abrange o Brasil, país este com alta concentração acionária deste tipo de investidor.

Conforme o discutido, surge a necessidade de responder ao seguinte problema de pesquisa: **A estabilidade da propriedade institucional de ações inibe práticas de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras?**

1.1 Objetivo geral

O objetivo central desta pesquisa é analisar a estabilidade da propriedade institucional de ações e a sua relação com práticas de gerenciamento de resultados AEM e REM evidenciados em suas investidas, examinando se esses resultados são atribuídos a um tipo específico de investidor institucional.

1.2 Justificativas da pesquisa

Conforme dados disponibilizados pelo Brasil, Bolsa e Balcão (B3) nos valores acumulados de negociações até o final de 2020, os investidores institucionais representam 34% do capital de transações de compras e vendas de ações realizadas na bolsa de valores brasileira (B3, 2020). O estudo de sua atuação no mercado acionário se faz necessário dada a sua relevância econômica e nível de influência nas entidades investidas, assim como descrito em Sakaki, Jackson e Jory (2017). Este é um tipo de investidor que vem recebendo destaque acadêmico significativo.

As pesquisas sobre esses agentes econômicos em geral buscam compreender sua função enquanto monitores de seus investimentos, e de maneira usual atribuem ativismo institucional à qualidade das políticas de governança corporativa adotadas nas suas investidas ou a baixos níveis de gerenciamento de resultados (SHERMAN; BELDONA; JOSHI, 1998; CORNETT *et al.*, 2007; ELYASIANI; JIA, 2010; ELYASIANI; JIA; MAO, 2010; SOUSA, 2016).

De maneira menos abrangente, as pesquisas brasileiras já procuram entender o nível de monitoramento exercido pelos investidores institucionais. Como exemplo, um fragmento do estudo de Sousa (2016) buscava compreender a influência da propriedade institucional na mitigação de gerenciamento de resultados AEM (o autor também investigou outras hipóteses). A pesquisa deu foco ao gerenciamento de resultados através de *accruals* discricionários, e

esse considera a concentração acionária, e não sua volatilidade, nos seus investimentos. Encontrando que países como a Alemanha, Estados Unidos, França e Reino Unido, exercem papel de monitoramento e pressionam por lucros de qualidade superior. Porém, não encontrou significância nessa relação na análise do cenário brasileiro.

A importância de analisar sob o panorama da volatilidade de propriedade acionária está no entendimento de que os investidores institucionais podem buscar ganhos de curto prazo e ter alta rotação em sua carteira de investimentos, ou mesmo buscar investimentos de longo prazo e possuir menor rotatividade (BUSHEE, 2001). Isso influencia seu nível e interesse em monitorar a gestão de sua investida (CHEN; HARFORD; LI, 2007; YAN; ZHANG, 2009). O entendimento da estabilidade do investidor no investimento pode ser o fator explicativo do nível de monitoramento executado por parte dessas entidades, e sua relação com o grau de aderência de práticas de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras.

O estudo de Elyasiani e Jia (2010) sugere que a estabilidade institucional é um fator importante dentro do contexto corporativo. Portanto, pode ser uma vertente essencial para se abordar a questão, assim como o enquadramento do tipo de investidor institucional, uma vez que tais empresas podem divergir em interesses e alinhamentos de mercado. Como ficou evidente em Sherman, Beldona e Joshi (1998), há heterogeneidade neste grupo de investidores, fazendo-se necessário compreender a quais tipos de instituições investidoras podemos assumir a hipótese de monitoramento ativo.

Novamente, é essencial retornar a Fama (1970), que descreve a importância para a eficiência dos mercados, que consiste na produção e disponibilização de informações significantes aos investidores. Portanto, sob a perspectiva teórica, pretende-se aqui demonstrar a relevância da sofisticação do investidor e da estabilidade de participação no investimento na redução de práticas de gerenciamento de resultados, uma vez que estes buscam nas informações disponíveis construir suas previsões e pareceres.

No contexto prático, propõe-se evidenciar através dos achados a eficiência do monitoramento por parte dos investidores institucionais estáveis e a sua associação às informações contábeis de qualidade relatadas em seus investimentos.

A contribuição que se busca alcançar com esse estudo é de detalhar a que tipo de investidor institucional estável é atribuível o perfil de monitor efetivo e se a estabilidade desses consegue explicar menores aderência às práticas de gerenciamento de resultados.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gerenciamento de resultados contábeis

O objetivo central dos relatórios contábil-financeiros emitidos pelas entidades é de propiciar informações que serão úteis para a tomada de decisão. Essas decisões se referem a seus instrumentos patrimoniais, seja para adquirir, manter ou vender; e seus instrumentos de dívidas, seja tomar empréstimos ou conceder créditos a terceiros. As informações apresentadas nos demonstrativos se destinam a princípio aos investidores, credores por empréstimos e outros tipos de credores, buscando ser base para predizer possíveis desempenhos futuros da empresa, assim como *a posteriori* à sua apresentação, confirmar ou refutar previsões feitas acerca dos resultados da empresa (CPC 00 – R2, 2019).

Dentro desse contexto, é necessário analisar a qualidade da informação que está sendo prestada. Conforme Ball, Robin e Wu (2003) o conceito de qualidade da informação contábil é bastante complexo e se sujeita ao contexto político e às fontes que as demandam. De acordo com Paulo (2007) as propriedades da qualidade residem em seu nível de transparência, grau de divulgação, e na associação dos valores contábeis ao comportamento dos preços das ações da entidade (*value relevance*).

A abertura para escolhas contábeis, sob uma vigência de padrões baseados em princípios, contribui à disponibilização de informações mais próximas da realidade, portanto mais relevantes. As próprias normas do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) oferecem opções e caminhos a serem adotados pelos gestores. Chen *et al.* (2016) atribuem essa flexibilização como elemento necessário ao fazer contábil, também descrevem que dentro desse contexto há possibilidade de abertura para ações oportunistas de gestores em busca de manipular seus desempenhos. Sendo, portanto, alvo da atenção de investidores e órgãos reguladores. Dito isto, é evidente que o tema qualidade da informação é muito amplo, e este estudo se concentra na área de gerenciamento de resultados.

Em Ball (2009, p. 280, tradução nossa), o termo gerenciamento de resultado é dito como "gerentes que intervêm no relato de seu próprio desempenho financeiro". Healy e Wahlen (1999) conceituam tais atividades como as escolhas contábeis e operacionais feitas por gestores, através de procedimentos e julgamentos que não necessariamente retratam a essência econômica da entidade, ou pela adoção de mecanismos que modificam o resultado de curto prazo da companhia.

Dechow e Skinner (2000) ditam haver ações de gerenciamento de resultados que não contradizem diretamente as normas contábeis, mas que em essência surgem do desejo de mascarar algo, ou efetivamente de enganar. Martinez (2001) também explica que manipular resultados não consiste automaticamente em fraude contábil, uma vez que o gerenciamento de resultados contábeis se encontra dentro do que a legislação contábil permite, a fraude consiste no que ultrapassar seus limites estabelecidos.

De maneira elucidativa, a Figura 1 apresenta os tipos de gerenciamentos de resultados, que podem ser executados por meio de decisões operacionais ou contábeis, em que os resultados podem ser manipulados de maneira a transformá-los em uma contabilidade mais conservadora ou mais agressiva, mas que ainda transitam pelas decisões contábeis permitidas pelas próprias normas. Exceder os seus “limites” pode tornar seu conteúdo fraudulento e fictício, não representando o real estado financeiro da empresa.

Figura 1 - Diferenciação de gerenciamento de resultados e fraude contábil.

Contabilidade:	Decisões contábeis	Decisões operacionais
	Com impacto nos <i>accruals</i>	Com impacto no Fluxo de Caixa (FC)
	De acordo com as Normas Contábeis	Práticas aceitáveis
Conservadora (redução do lucro ou do FC)	• O reconhecimento excessivo de provisões; • A aceleração de despesas de depreciação; • O reconhecimento de receitas apenas no momento da cobrança.	• Retardar vendas; • Acelerar gastos com propaganda e publicidade, treinamento e P&D; • Aumentar despesas não-operacionais (ex: doações).
Neutra	• Lucro resultante de um processo operacional e contábil neutro.	• Fluxo de caixa resultante do processo normal, ou seja, sem vieses.
Agressiva (aumento do lucro ou do FC)	• Evitar ou reduzir provisões para passivos "ruins"; • Reduzir cotas de depreciação e amortização; • Reconhecimento de receitas durante a produção.	• Antecipar ou acelerar vendas; • Postergar gastos com propaganda e publicidade, treinamento e P&D; • Aumentar Receitas não-operacionais (Venda de ativos da empresa).
	Violam as Normas Contábeis	Práticas inaceitáveis
Fraudulenta	• Registrar vendas antes de serem realizadas; • Registrar vendas fictícias; • Superestimar o estoque; registrando um inventário fictício; • Não reconhecer passivos exigíveis; • Não registrar a baixa de ativos realizados.	• Receber o pagamento e não efetuar a entrega do produto; • Não cumprir compromissos financeiros (pagamentos e recebimentos de caixa) de forma intencional.

Fonte: Mota (2018).

É importante também evidenciar que os interesses dos gestores podem direcionar os resultados a maiores ou menores valores (HEALY, 1985). Como demonstrado na Figura 1, essas ações podem superavaliar estimativas, ou diminuí-las; assim como decisões de prorrogar reconhecimentos ou acelerá-los. Portanto, há um universo de pesquisas que buscam compreender os mecanismos que incentivam a manipulação dos resultados, como os expostos no Quadro 1.

Quadro 1 - Motivações à adoção de práticas de Gerenciamento de Resultados.

Motivações para a adoção de Gerenciamento de Resultados	Estudos
Evitar divulgar perdas econômicas.	(BALL; ROBIN; WU, 2003).
Tornar as informações pouco variantes, os chamados “ <i>income smoothing</i> ”.	(BALL; ROBIN; WU, 2003; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).
Alcançar a previsão de analistas.	(BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002; AYERS; JIANG; YEUNG, 2006; BURGSTAHLER; EAMES, 2006).
Não apresentar resultados muito positivos que serão difíceis de manter.	(GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).
Atingir metas contratuais delimitados por <i>debt covenants</i> (cláusulas de débitos), não aumentando os custos de empréstimos e/ou financiamentos.	(DEFOND; JIAMBALVO, 1994).
Reduzir alíquotas tributárias.	(BALL; ROBIN; WU, 2003).
Alcançar bônus de remuneração baseados nos lucros apresentados.	(HEALY, 1985; BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006).
Demonstrar o “valor” do gestor para o desempenho da empresa.	(BREEDEN; VISWANATHAN, 2016).

Fonte: elaboração própria.

Nesse contexto, as ações direcionadas à manipulação de resultados são agrupadas em duas principais categorias: através do gerenciamento de *accruals* discricionários (tradução de *accrual-based earnings management* - AEM) e por meio de atividades operacionais reais (tradução de *real earnings management* - REM).

Gunny (2010) explica que o tipo de manipulação que envolve o uso discricionário de escolhas contábeis, buscando encobrir ou dissimular o resultado real da empresa, se enquadra como AEM. O gerenciamento de *accruals* discricionários afeta diretamente a contabilidade, em que *accruals* se entende como as “acumulações”, que são valores contabilizados no lucro, mas que não são obrigatoriamente equivalentes a uma movimentação de caixa (MARTINEZ, 2001). Podemos citar como exemplos de *accruals*, a depreciação de um bem, as Perdas Estimadas com Créditos de Liquidação Duvidosa (PECLD) e o registro de receita no período

de competência, mesmo que o pagamento seja realizado a prazo. Estes mecanismos fazem representar o lucro, em determinada data, no seu sentido econômico (MARTINEZ, 2008).

Dito isso, é primordial lembrar que o problema definitivamente não está no registro de *accruals*, mas na inserção de estimativas adulteradas na contabilidade. De fato, a definição de AEM reflete apenas o uso discricionário oportunista de “acúmulos” com um objetivo diferente de representar economicamente a realidade da entidade (PAULO, 2007). Como exemplos, podem-se citar a adoção do método de depreciação de forma não fidedigna ou estimação de forma irreal da PECLD, que são mecanismos que transformam os resultados contábeis (ZANG, 2012).

Sohn (2016) acrescenta que este tipo de gerenciamento de resultados acontece geralmente no final de um período contábil, ou seja, de maneira pontual. E isso não influencia nos fluxos de caixa da empresa, uma vez que a tendência expressada na literatura é de que haja reversão dessa manipulação em períodos subsequentes, como visualizado em Rodrigues, Melo e Paulo (2019).

Em contrapartida, as manipulações realizadas através de decisões operacionais (REM) influenciam o momento de reconhecimento de uma transação, ou modifica sua própria estrutura, no interesse de induzir determinado resultado contábil (EWERT; WAGENHOFER, 2005; SOHN, 2016). Esse tipo de gerenciamento de resultado acontece durante o ano fiscal, conforme as decisões com operações, de investimentos e de financiamentos forem sendo executadas (ZANG, 2012).

As referidas estratégias de REM podem ser descritas nos seguintes exemplos:

1. Execução de ações deliberadas de modificação temporal: modificar cronogramas de embarques e retardação de despesas com manutenção (ZHU; LU, 2013);
2. Transformação da estrutura de uma transação: as decisões de produzir exageradamente com a intenção de dissolver os custos de produtos vendidos (CPV) e/ou o corte de investimentos com Pesquisas e Desenvolvimento (P&D) (GUNNY, 2010).

Gunny (2010) em sua pesquisa analisou manipulações de atividades reais e sua relação com resultados futuros. A autora discutiu a razão dos gestores possuírem, em dados momentos, a preferência de adotar práticas REM ao invés de AEM, averiguada a seguir.

- I. Escolhas contábeis “agressivas” com a adoção de *accruals* são mais observáveis por órgãos reguladores e, portanto, mais passíveis de litígios de ações coletivas. As decisões operacionais que gerenciam resultados são

realizadas pelos gestores, cabendo à contabilidade apenas retratá-las, já as escolhas contábeis então são avaliadas pelos auditores e ficam sujeitas a seus posicionamentos (GUNNY, 2010). Este último sendo também descrito por Graham, Harvey e Rajgopal (2005, p. 36, tradução nossa): “Embora os auditores possam adivinhar as políticas contábeis da empresa, eles não podem desafiar prontamente ações econômicas reais para atingir as metas de lucros que são tomadas no curso normal dos negócios”.

- II. Em segundo plano Gunny (2010) descreveu existir restrições inerentes à manipulação de *accruals*. Martinez (2008) exemplifica: a conta de depreciação não poderá ser superior ao valor de seu respectivo ativo. Outro fator importante que desacelera a discricionariedade das escolhas contábeis é a exigência normativa por consistência na determinação de bases de mensuração, e em havendo necessidade de sua modificação, esta deve ter sua justificativa divulgada (CPC 00 – R2, 2019).

E apesar de discutir suas diversas vantagens, existe seu custo de adoção: é evidente que estas são insustentáveis em longo prazo, como expostos a seguir (PAULO, 2007). No estudo de Gunny (2005, p.2-3), verificou-se que há “um declínio economicamente significativo no desempenho operacional subsequente” associado aos tipos de ações REM: a) corte discricionário de P&D; b) cortes de despesas com vendas/gerais/administrativas; c) alienações de ativos fixos e d) produção excessiva para diluição do CPV. Não estando restritos a apenas estes citados.

Como descrito em Paulo (2007), a influência nos fluxos de caixa posteriores se dá, por exemplo, através dos descontos exagerados de caráter provisório (ou do fornecimento de menores restrições de créditos) que culminam por antecipar as compras que ocorreriam em períodos futuros pelos clientes, como consequência há uma queda nos resultados futuros, uma vez que tais clientes ficarão “abastecidos”. Da mesma forma, repercute nos resultados a longo prazo, a prática de postergar ou eliminar gastos com P&D, com treinamentos de pessoal, ou despesas com manutenção, que são danosas ao valor empresarial (BHOJRAJ *et al.*, 2009).

É o conflito debatido por Graham, Harvey e Rajgopal (2005): a necessidade de entregar resultados no “curto prazo” e a escolha de estratégias que potencializem o valor econômico da entidade. Quando há muita desistência de projetos de longo prazo, que até mesmo apresentem melhor valor presente líquido, na intenção de apresentar ganhos

imediatos, denomina-se na literatura de “comportamento míope” (ROYCHOWDHURY, 2006; BHOJRAJ *et al.*, 2009).

Em um estudo que buscou compreender o que determina a escolha do gestor entre as duas práticas, Zang (2012), pormenoriza as ligações econômicas dessa escolha. O Quadro 2 apresenta os custos discurridos no estudo de Zang (2012).

Quadro 2 – Custos associados à adoção de estratégias de gerenciamento de resultados.

Custos associados		Descrição de sua relação com EM:
REM	Saúde financeira	Empresas com saúdes financeiras fragilizadas terão custo alto em desviar de decisões boas para se associar a práticas REM.
	Taxa Marginal de Imposto (MTR)	Práticas REM são onerosas no período corrente, em função de seus efeitos sobre o lucro tributável.
	<i>Market Share</i>	Empresas inseridas em setores altamente competitivos tendem a reconhecer que os custos de aderir a ações REM são especialmente caros. As firmas inseridas no mesmo setor apresentam escalas de pressão diferentes para conseguir se distanciar de suas estratégias empresariais ótimas.
	Participação de Investidores Institucionais	A participação deste tipo de investidor, tido como investidor mais sofisticado que os demais, na empresa exerce papel restritivo de práticas REM. Gestores se sentem menos engajados a tais estratégias uma vez que os investidores institucionais tendem a monitorá-las, já que compreende suas consequências no longo prazo e o nível de dano à continuidade empresarial.
AEM	Ativo Líquido Operacional (NOA)	O gerenciamento para aumentar os lucros é limitável pelos valores gerenciados nos anos anteriores. A <i>proxy</i> representa a articulação entre lucro e balanço patrimonial. Desta maneira, os <i>accruals</i> anormais evidenciados nos resultados anteriores se espelham em seus ativos líquidos. Então, fica evidente que o custo AEM no período corrente é positivamente associado à medida dos ativos operacionais líquidos no início do ano fiscal.
	Ciclo Operacional	Empresas com ciclos operacionais mais extensos possuem flexibilidade para práticas AEM dada existência de contas sob regime de competência a níveis maiores que demais empresas, dessa forma, estas possuem maiores períodos para realizar reversão desses <i>accruals</i> .
	SOX (<i>Sarbanes-Oxley</i>)	A instauração da Lei <i>Sarbanes-Oxley</i> ocasionou em maior observância por parte dos órgãos reguladores e os auditores nas práticas contábeis. Provocando, após esse período, diminuição do nível AEM.
	Big 8	Firmas auditadas por uma das 8 maiores empresas de auditoria do mundo tendem a não engajarem em práticas AEM.
	Experiência do auditor	A literatura compreende que qualidade da auditoria é aprimorada com a experiência do auditor. Portanto, presume-se que auditores experientes exercem desestimulam a adoção de AEM pelas empresas auditadas.

Fonte: Baseado em Zang (2012).

Em especial, Zang (2012) questionou se o custo atribuído a um tipo de gerenciamento possui influência no nível de engajamento no outro tipo. E em resposta encontrou que existe sim um nível significativo de adoção das práticas de forma conjunta ou substituta, porém em diferentes níveis. Demonstrando ser importante a análise de ambas as estratégias e não de apenas uma.

Neste estudo serão introduzidos estes conceitos para determinar a influência da estabilidade da propriedade institucional de ações na adoção de práticas de gerenciamento de resultados (dos tipos AEM e REM), considerando os custos associados a estas escolhas.

2.2 Investidores institucionais

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da instrução nº 558, posteriormente alterada pelas instruções da CVM nº 593/17, 597/18, 604/18 e 609/19, conceituam como investidores institucionais agentes aos quais são atribuídas qualificação e experiência relacionadas a valores mobiliários e instrumentos derivativos. Como exemplos dessa classe de investidor, Sousa (2016) dá destaque às (aos):

- a) Empresas de Previdência Complementar (ou fundos de pensão): entidades destinadas a reunir e administrar o recurso de trabalhadores com a função de, no futuro e de maneira periódica, constituir-se a renda de aposentadoria. Em essência, estas executam planos de natureza previdenciária;
- b) Seguradoras: são empresas contratadas a determinado valor (denominado prêmio), que consentem em indenizar seu contratante caso aconteça determinado evento adverso (chamado sinistro). Com os valores recebidos, as seguradoras podem investir em ativos negociados em bolsas de valores, títulos públicos, ou títulos de renda fixa e/ou variável emitidos por instituições financeiras;
- c) Fundos de Investimentos: são condomínios destinados a promover investimentos coletivos com os recursos de seus integrantes. Estes emitem títulos próprios, dos quais se concentram os recursos de diversos indivíduos com o propósito de aplicar a uma carteira abrangente de títulos e valores imobiliários. Seus investidores adquirem cotas do fundo. A administração do mesmo é realizada por gestores com experiência em atuar no mercado de capitais;
- d) Bancos: diferente dos exemplos anteriores, os bancos também investem seus próprios recursos, e representam notável volume de movimentação no mercado de capitais. E para isso possui equipe especializada. Essas características os inserem na categoria de investidores sofisticados;
- e) *Holdings* empresariais, como descrito em Almeida e Savy (2016): são sociedades de participação (que objetivam possuir quotas ou ações de outras entidades), ou sociedades de controle (focadas em obter controle acionário de outras empresas,

centralizando a administração), ou até mesmo mista, em que se empenha em exercer simultaneamente as duas funções. Sua receita principal advém do recebimento de lucros de seus investimentos.

Considerando sua ascendência em poder econômico e grau de influência, os investidores institucionais vêm moldando as práticas financeiras das empresas e recebendo atenção acadêmica notável (SAKAKI; JACKSON; JORY, 2017).

Os acionistas institucionais oferecem uma gestão profissional sobre os investimentos, de maior liquidez e com menores custos transacionais, quando comparados a outros tipos de investidores (FUNCHAL; LOURENÇO; MOTOKI, 2016). Lev (1988) afirma que tais instituições possuem acesso a informações que requerem maiores custos. Cornett *et al.* (2007) descrevem os grandes investidores institucionais como possuidores de recursos para monitoramento, oportunidade e capacidade para tal, podendo apresentar investimentos visando retornos de longo prazo ou com foco em ganhos de curto prazo (BUSHEE, 2001).

Considerando seu senso de responsabilidade, a magnitude de recursos investidos, a habilidade em operar no mercado de ações e o escopo de informações que lhes são acessíveis, se faz preciso formular os possíveis posicionamentos desses investidores frente à gestão de suas investidas. Brickley, Lease e Smith (1988), então, descrevem três hipóteses, em que os investidores institucionais podem se apresentar como: monitores ativos de seus investimentos, monitores passivos, ou proprietários estáveis.

Chung e Zhang (2011) dissertam haver maior incentivo em instituições de investimentos a monitorarem seus ativos, do que investidores individuais, em especial se estiverem com concentrada participação e os custos de saída forem dispendiosos. Adicionado a isto, McCahery, Sautner e Starks (2016) descrevem que investidores com foco no longo prazo e que são menos apreensivos com a liquidez das ações, são os que monitoram com maior intensidade. A liquidez da ação é um fator determinante para o nível de ativismo do investidor institucional (BACK; LI; LJUNGQVIST, 2014).

Dessa forma, surge o seguinte questionamento: como esses investidores exercem sua influência sobre as decisões empresariais de suas investidas? McCahery, Sautner e Starks (2016) elucidam as duas maiores formas de manifestação de insatisfação de ideais corporativos e/ou decisões tomadas entre os acionistas de uma empresa para seus gestores, as quais podem ser intervenções diretas por meio da “fala” ou da “saída” do investidor institucional. Para uma intervenção através da discussão, os investidores levam em

consideração o nível de liquidez da ação, sendo por vezes mais prático romper esta relação empresarial, do que discutir ou negociar.

Porém, no mesmo estudo, foi demonstrado que as intervenções, da fala ou ameaça de saída, geralmente são executadas de forma privada (nos bastidores) e são bem-sucedidas. Quando estes mecanismos internos falham, são adotados outros tipos de manifestações de insatisfação, como o caso da construção de uma proposta formal feita pelos acionistas ou críticas públicas. Isso torna a extensão da influência desse tipo de investidor algo muito menos “observável” e “mensurável” (MCCAHERY; SAUTNER; STARKS, 2016).

Almazan, Hatzell e Starks (2005) também defendem que apesar da influente relação com as firmas, muito do que decorre de sua influência, como projetos não executados/escolhidos, não são transparecidos e divulgados, o que não possibilitam a execução testes empíricos. Assim, torna-se necessária a criação de variáveis de aproximação (*proxies*) para compreender sua atuação.

Portanto, de maneira geral, os estudos que buscam analisar essa influência, o fazem através da análise da evolução e desenvolvimento de políticas de governança corporativa ou nível de gerenciamento de resultados evidenciado, dentro do intervalo de duração dessa relação de negócios.

Em Sherman, Beldona e Joshi (1998) se destaca o ativismo de investidores institucionais e sua influência no comportamento empresarial de seus investimentos. Os pesquisadores abordam a heterogeneidade desse grupo de investidores e encontram resultados com maior precisão. Para acionistas institucionais do tipo Fundos de Investimentos foi encontrada menor aderência a gastos com P&D e Publicidade e Propaganda, dos quais muito se relacionam com continuidade do negócio (se pesquisar novos produtos, por exemplo) e aumentam o alcance de novos clientes. Esse resultado é consistente com a literatura que supõe para este tipo de investidor a busca por ganhos de curto prazo. As Seguradoras também apresentaram perfil míopes de investimentos, em que são negativamente relacionadas a despesas de capital (gastos com ativos fixos). Para os acionistas institucionais de Fundos de Pensão e Bancos, houve resultado significativo e positivamente relacionado a gastos com despesas P&D, demonstrando almejar também a objetivos de longo prazo.

No estudo de Brickley, Lease e Smith (1988), incorporou-se um elemento importante de ser observado: a relação de negócios atuais e potenciais entre os gestores e investidores institucionais. Conforme os autores, os investidores que não possuem interesses comuns aos gestores das investidas tendem a se manifestar contrários a decisões que os desagradam, como práticas de gerenciamento de resultados. Destes, os categorizaram como investidores

insensíveis à pressão (e dão como exemplos empresas de investimentos e fundos de investimentos). Enquanto que proprietários institucionais que se sentem menos confortáveis em confrontar decisões dado a possíveis interesses de negócios, são rotulados como investidores sensíveis à pressão (exemplificam: bancos e seguradoras). No estudo é evidenciado que o grupo de investidores institucionais é diversificado e heterogêneo.

A presença desses investidores e seu nível de ativismo demonstram que diferentes tipos de acionistas conseguem contribuir com as estratégias de negócios de seus investimentos. Outros fatores determinantes dessa influência é a concentração detida por investidores institucionais e o tamanho das empresas investidoras, por exemplo (SHERMAN; BELDONA; JOSHI, 1998).

Maug (1998) defende o fator do nível de propriedade de ações ser diretamente relacionado à parcela de retorno deste investimento, sendo um grande elemento influenciador para o monitoramento pelos proprietários institucionais. Da mesma forma, aqueles que detêm menores parcelas das ações, podem, com maior facilidade, liquidar seus investimentos nos casos de haver um desempenho ruim, e por consequência, possuem menos estímulos a monitorar.

Em especial, Chung e Zhang (2011) buscam conhecer a relação da proporção acionária detida pelos investidores institucionais e a qualidade da governança corporativa evidenciada nas investidas. Neste caso encontrou relação positiva e significativa de sua participação e nível de qualidade. No Brasil, Macêdo, Moura e Hein (2013) encontraram um índice médio de 72% de boas práticas de governança nas empresas com maior participação de proprietários institucionais, uma associação significativa e positiva entre os termos.

Almazan, Hartzell e Starks (2005) constataram que maiores concentrações acionárias de investidores “insensíveis à pressão” se relacionam positivamente a uma maior rigidez na remuneração por desempenho a executivos. Sendo este um conhecido mecanismo para mitigação de conflitos de interesse (problemas de agência).

Em Bushee (1998), fica evidente o papel de proprietários institucionais em mitigar os investimentos com comportamento “miope”, em que cenários com maiores proprietários institucionais há menos propensão ao corte de despesas com P&D. Porém, esses resultados não se estendem aos investidores com alto grau de rotatividade de carteiras.

Todos os achados citados anteriormente demonstram que os investidores institucionais modificam os espaços que ocupam. Tanto a benefício próprio, de sua entidade, quanto a aqueles que eles representam.

Diversos estudos defendem a hipótese da adoção do perfil de monitoramento institucional nas empresas: Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999), Chung, Firth e Kim (2002), Lin *et al.* (2014) e Sakaki, Jackson e Jory (2017). Atribuído a isso, busca-se compreender a que tipo de investidor institucional essa afirmação pode se dirigir: se a bancos, seguradoras, fundos de investimentos ou entidades de previdência complementar?

Na literatura é bastante abordada a relação da composição de investidores institucionais e seu papel enquanto mitigador de gerenciamento de resultados. Como em Lin *et al.* (2014), que encontraram evidências de que empresas que possuem maior concentração de acionistas institucionais são negativamente associadas às práticas de manipulação de lucros.

Os autores An, Li e Yu (2016) pesquisaram o efeito de gerenciamento de resultados na alavancagem financeira, assim como buscaram compreender qual a relação das firmas que possuem proprietários institucionais. Seu estudo abordou 37 países (não incluso o Brasil) e foi revelado que empresas com alto nível de gerenciamento de resultados se associam a alta alavancagem financeira. Em especial, essa associação positiva é enfraquecida em fortes ambientes institucionais.

No estudo de Bao e Lewellyn (2017) foram incorporados 24 países de mercados emergentes - Brasil incluso - buscando entender como os mecanismos de propriedades de ações e estratégias de governança (institucionais e nacionais) atuam nas práticas de gerenciamento de resultados AEM. Encontrou-se que empresas com controle acionário concentrado são positivamente associadas a práticas AEM, que o grau de proteção nacional a acionistas minoritários ameniza essa relação positiva, e que o nível regulatório de um país corrobora com a associação negativa de propriedade institucional e AEM.

Esta pesquisa busca levar adiante essas indagações, considerando não somente a concentração de investidores institucionais, mas o papel da estabilidade da propriedade institucional no monitoramento de práticas de gerenciamento de resultados AEM e REM, no mercado de ações brasileiro.

De maneira indireta a linha norteadora desta pesquisa, o estudo de Lin e Manowan (2012) já indicava que a estabilidade por parte de investidores institucionais auxilia na diminuição de práticas de gerenciamento de resultados, neste caso AEM. Estes classificam em três tipos de investidores institucionais, conforme o nível de volatilidade de suas carteiras, e nesse contexto, constataram uma associação significativa e positiva entre a propriedade institucional do tipo transitória, das quais possuem carteiras abrangentes e de alta rotação de

seus investimentos, e *accruals* discricionários contábeis. Isso evidencia que investidores instáveis não monitoram efetivamente seus investimentos.

Considerando as evidências supracitadas, estima-se que a estabilidade da propriedade institucional reduza o envolvimento da investida em práticas de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários.

Hipótese 1A: Proprietários institucionais estáveis, de longo prazo, estão associados a um menor gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários nas firmas investidas.

Enquanto isso, em Sakaki, Jackson e Jory (2017) fazem a seguinte indagação: qual a relação de estabilidade da propriedade institucional e o nível evidenciado de práticas REM? Os autores utilizaram os modelos de estimação de gerenciamento de resultados reais criado por Roychowdhury (2006), para despesas discricionárias e custos de produção. Como métricas de estabilidade adotaram as fórmulas de volatilidade de Elyasiani, Jia e Mao (2010). E como resultado encontraram significativa associação entre os investidores institucionais de estáveis e empresas com menos associadas a manipulações de lucros através de atividades operacionais.

De maneira semelhante, em Kałdoński, Jewartowski e Mizerka (2019) é investigada a relação entre estabilidade institucional e sua aderência em práticas do tipo REM, estudo este aplicado na Polônia. Os autores adotam as métricas de estimação de REM de Roychowdhury (2006) e para mensurar a estabilidade de propriedade de ações, Elyasiani, Jia e Mao (2010). Seus achados vão ao encontro ao evidenciado na literatura, em que investidores mais estáveis atuam como monitores ativos para a redução da adoção de práticas REM. Tendo resultados consistentes de que as instituições investidoras que permanecem longos períodos em seus investimentos possuem maior oportunidade de conhecer a empresa e poder monitorá-la adequadamente.

Nesse sentido, presume-se que a estabilidade institucional de ações minimize a aderência desse tipo de investidor com práticas de gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais.

Hipótese 1B: Proprietários institucionais estáveis, de longo prazo, estão associados a um menor gerenciamento de resultados através de atividades reais nas firmas investidas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 População e Amostra

Para compreender se a estabilidade de investidores institucionais inibe ações de gerenciamento de resultados, foram coletados dados das empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3), nos anos de 2010 a 2018. O período selecionado para este estudo se deve à completa adoção do padrão *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) por parte das empresas listadas na B3 a partir de 2010.

Os dados acerca da estrutura de capital das empresas foram coletados através do banco de dados *Econômica*®, e os dados financeiros foram coletados no site da Bm&fbovespa, uma vez que se fez necessário maior detalhamento de seus demonstrativos contábeis e acesso às suas notas explicativas.

Foram excluídas da amostra empresas do setor financeiro e as reguladas - participantes de setores de energia, gás, telecomunicação e saneamento. Isto decorre do fato de suas singularidades patrimoniais e operacionais. O setor financeiro não compôs a amostra uma vez que seu alto grau de alavancagem é capaz de distorcer as estimações das variáveis constantes nos modelos de gerenciamento de resultados (GR), como defendido por Paulo e Mota (2019). Enquanto que a retirada de firmas reguladas para estudos pautados em gerenciamento de resultado se baseia no entendimento de que tais grupos possuem regras contábeis e exigências que divergem dos demais setores (ponto discutido em Gunny (2010), em seu estudo focado em REM), além destes apresentarem distintos incentivos à adoção de práticas de GR, em vista das outras categorias não sujeitas a regulação do Estado (questão defendida em Ayers, Jiang e Yeung (2006), em sua pesquisa voltada às práticas AEM).

Deste modo, as entidades analisadas são as que constam nas demais categorias setoriais econômicas e que apresentaram ou apresentam investidores institucionais como proprietários de ações ordinárias (possuem direito a voto), e que detenham mais de 1% de seu capital, isto ocorrendo em ao menos algum momento entre 2006 e 2018. O intervalo se fez necessário para o correto preenchimento dos cálculos de estabilidade da participação institucional, a serem descritos no tópico seguinte.

Destas, foram verificadas uma a uma das Pessoas Jurídicas que o banco de dados *Econômica*® expôs, e foram confirmados se estes integravam o grupo de investidores institucionais através de busca pelo seu código de Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE). Portanto, das empresas listadas na bolsa de valores brasileira e que

preenchem esse outro requisito institucional, fora captada para o estudo a amostra descrita na Tabela 1.

Tabela 1 – Descrição da amostra de pesquisa conforme setor.

Setor	Descrição (exemplos de subcategorias)	Empresas	%	Obs.	%
Bens Industriais	Construção e Engenharia, Máquinas e Equipamentos, Material de Transporte.	46	28,9%	367	28,7%
Consumo Cíclico	Automóveis, Hotéis e Restaurantes, Vestuário, Viagens e Lazer.	53	33,3%	449	35,1%
Consumo Não Cíclico	Alimentos processados, bebidas, produtos de uso pessoal e de limpeza.	22	13,8%	158	12,3%
Materiais Básicos	Mineração, Químicos, Siderurgia e Metalurgia, Materiais Diversos.	18	11,3%	160	12,5%
Saúde	Medicamentos, equipamentos médicos, Análises e Diagnósticos.	16	10,1%	119	9,3%
Tecnologia da Informação	Computadores, Equipamentos, Programas e Serviços.	4	2,5%	27	2,1%
Total		159	100%	1280	100%

Fonte: Dados da pesquisa, setores baseados pela Bm&fbovespa (2020).

A categorização e subcategorização setorial foram baseadas nas estabelecidas pela Bm&fbovespa. Apresentando-se em maior número as empresas dos setores de Bens Industriais e Consumo Cíclico, compondo 62,2% da amostra e um total de 63,7% das observações analisadas.

3.2 Mensuração da estabilidade da propriedade institucional

A métrica StdI criada por em Elyasiani, Jia e Mao (2010) foi utilizada para compreender a volatilidade da propriedade de ações dos acionistas institucionais, e, portanto, sua estabilidade. Esta é definida como o desvio padrão médio das proporções de participação de investidores institucionais “j”, em relação a todos os investidores institucionais “J” da empresa “i” durante o período de 5 anos, a incluir o ano da amostra e os 4 anos anteriores. A estabilidade é associada a valores baixos de StdI_i. A fórmula é descrita a seguir.

Equação 1 - Desvio padrão médio das proporções de participação institucional

$$StdI_i = \sum_{j=1}^{J_i} Std(PROP_{i,t}^j) / J_i$$

Fonte: Elyasiani, Jia e Mao (2010).

Em que se calcula o somatório de desvio padrão de PROP, em que PROP corresponde a proporção da empresa “i” mantida pelo investidor “j” acumulado no tempo “t” ($t = 1, 2, \dots, 5$), dividido por “ J_i ”, representando o número total de proprietários institucionais na empresa i. Quanto maior o valor de StdI, menos estável é a participação do proprietário institucional. O cálculo do StdI observa a volatilidade de PROP.

A fórmula para $PROP_{i,t}^j$ é a expressa na Equação 2, que considera o somatório da proporção de ações detidas por investidores institucionais da empresa “i”, dividido por 5, já que considera a média de 5 anos.

Equação 2 – Proporção média detida por investidores institucionais na empresa.

$$PROP_{i,t}^j = \left(\sum_{t=1}^5 \sum_{j=1}^{J_i} p_{i,t}^j \right) / 5$$

Fonte: Baseado em Elyasiani, Jia e Mao (2010).

Conforme descrito nas Equações 1 e 2, a essência das variáveis é a média das proporções desses dados e a média dos desvios-padrões. Na condição da empresa ter sido apenas listada na bolsa de valores em algum ano após 2006, considerou-se a média dos anos dos dados existentes, exemplificados a seguir:

- Exemplo 1: a empresa X foi listada em 2007, considera-se a média dos anos 2007 até 2010, para o cálculo de PROP da empresa X de 2010.
- Exemplo 2: a empresa Y foi listada apenas em 2010, calcula-se os dados disponibilizados de 2010 e os demais em diante para medir as métricas de StdI. Em 2011, calcula-se a média dos dados já obtidos de 2010 e 2011.

Para o alcance do objetivo da pesquisa, é calculada a propriedade média (PROP) obtida pelos investidores institucionais que compõem a estrutura societária da empresa e a volatilidade da mesma (StdI). Calcula-se o Total dessas variáveis, considerando os investidores institucionais como um grande grupo, mas também, para fins informacionais, calculam-se esses índices de forma unitária para os seguintes grupos representativos:

- i. Tipo 1 de investidor institucional – **Bancos**;
- ii. Tipo 2 de investidor institucional – **Seguradoras**;
- iii. Tipo 3 de investidor institucional – **Fundos de Investimentos**;
- iv. Tipo 4 de investidor institucional – **Holdings**;
- v. Tipo 5 de investidor institucional – **Outros**.

O Tipo 5 em sua maior parte aborda empresas de previdência complementar fechada, clubes de investimentos, empresas de atividade de consultoria e gestão empresarial e demais atividades auxiliares de serviços financeiros que não foram especificados nos outros tipos. Dados estes obtidos pela pesquisa do CNAE de cada um dos proprietários. Na impossibilidade da obtenção dos dados, o investidor não foi considerado na amostra para os cálculos das métricas.

Almazan, Hartzell e Starks (2005) descrevem Bancos, Seguradoras e Companhias de Investimentos como os grandes grupos de investidores institucionais. Porém, durante a execução dessa pesquisa, foi possível observar a alta concentração de dois tipos de acionistas institucionais: os Fundos de Investimentos e *Holdings*, portanto estes foram repartidos como duas categorias para a possibilidade de se fazer afirmações mais adequadas e específicas a esses dois tipos de acionistas.

Almazan, Hartzell e Starks (2005) então, defendem a segregação desses grupos principais, uma vez que diferem entre si em seus ambientes legais, regulatórios e em cenários competitivos; da mesma maneira que divergem em estratégias de investimento. Os autores defendem que os Bancos e Seguradoras são acionistas potencialmente passivos e as Companhias de Investimentos (Fundos de Investimentos e *Holdings*) são proprietários potencialmente ativos. Seu estudo está em concordância com Brickley, Lease e Smith (1988), que categorizam os dois primeiros tipos como investidores “sensíveis à pressão” por existir negócios potenciais com as investidas, e os demais tipos são considerados “insensíveis à pressão”, por serem mais independentes.

Em resumo, para determinar se o acionista possui certo nível de influência sobre os gestores e suas escolhas administrativas, foram considerados apenas os acionistas institucionais ordinários e que em algum momento detinha 1% ou mais de propriedade das ações, para ter minimamente impacto sobre as medidas aqui adotadas. Foram calculados adotando a estrutura acionária do final de cada ano, de 2006 a 2018.

3.3 Mensuração de gerenciamento de resultados

Utiliza-se como *proxies* para a estimação de REM o nível anormal de custos de produção e de despesas discricionárias, através dos termos de erros obtidos nas Equações 3 e 4.

Conforme Roychowdhury (2006), a mensuração de custos de produção em níveis normais se dá pela Equação 3. Uma vez que a amostra desse estudo é composta por empresas

de uma diversidade de setores, se considera esse custo pela sua essência: o custo de exercer a atividade principal de empresa.

Equação 3 – Níveis normais de custos de produção.

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \frac{Receitas\ Líq. i,t}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta Receitas\ Líq. i,t}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta Receitas\ Líq. i,t-1}{A_{i,t-1}} + \mu_{i,t}$$

Fonte: Roychowdhury (2006).

Em que:

PROD_{i,t} = soma do custo dos produtos vendidos (ou custo do serviço prestado), a variação do saldo do estoque do período anterior e atual, somado ao valor líquido de vendas da empresa.

Receitas Líquidas_{i,t} = Receitas líquidas da empresa i no ano t.

Δ Receitas Líquidas_{i,t} = Variação das receitas líquidas da empresa i no ano t.

Δ Receitas Líquidas_{i,t-1} = Variação das receitas líquidas da empresa i no ano t-1.

A_{i,t-1} = Total de Ativos da empresa i no ano t-1.

μ_{i,t} = Termo de erro da regressão.

β̂ = Coeficientes estimados da regressão.

A segunda *proxy* é simulada através dos termos de erro fornecidos pela Equação 4, que surge através do uso discricionário de despesas, neste caso despesas de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), com Propaganda e Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas (também conhecido como SG&A), sua soma representa DISX_{i,t} da empresa i no ano t, respectivamente.

Equação 4 - Nível de REM através de despesas discricionárias.

$$\frac{DISX_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \lambda_0 + \lambda_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \lambda_2 \frac{Receitas\ Líq. i,t}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Fonte: Roychowdhury (2006).

Em que:

DISX_{i,t} = Despesas de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), Propaganda e Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas (também conhecido como SG&A).

Receitas Líquidas_{i,t} = Receitas líquidas da empresa i no ano t.

A_{i,t-1} = Total de Ativos da empresa i no ano t-1.

ε_{i,t} = Termo de erro da regressão.

λ̂ = Coeficientes estimados da regressão.

Os resíduos ($\mu_{i,t}$) da Equação 3 apresentam o nível anormal do custo de produção (REM_PROD), e os resíduos ($\varepsilon_{i,t}$) da Equação 4 apresentam o nível anormal de despesas discricionárias (REM_DISX).

Como abordado na literatura, em Cohen e Zarowin (2010); Zang (2012); Sakaki, Jackson e Jory (2017), os resíduos da quinta equação são multiplicados por (-1) e são adicionados a REM_PROD para obter uma pontuação composta de gerenciamento de lucros reais, ou seja, REM_TOTAL. O cálculo é exposto na Equação a seguir:

Equação 5 - Estimação de REM total.

$$REM_TOTAL = Ab_Prod_{i,t} + (-1 * Ab_Desp_{i,t})$$

Fonte: Cohen e Zarowin (2010).

Em maior detalhe, Cohen e Zarowin (2010) discorrem que este ajuste se dá pela diferença de sinais estimados nas equações, e que a partir de sua soma seja possível verificar que nas companhias com maiores valores de REM, maiores são as chances de estarem envolvidas no gerenciamento de suas atividades reais. Ademais, não houve a adoção da abordagem através de valores anormais do Fluxo de Caixa Operacional, dado que seu resultado pode ser ambíguo quanto ao sinal estimado, prejudicando a interpretação dos valores de REM_TOTAL.

Para o cálculo dos *accruals* totais foi adotado o modelo proposto por Pae (2005), em que fora criado para aprimorar o poder preditivo do modelo de Jones e Jones Modificado ao considerar no seu cálculo o Fluxo de Caixa Operacional e sua posterior reversão dos *accruals* anteriores (PAULO, 2007). A variável dependente TA_{it} (*accruals* totais) é calculada através da diferença entre o lucro líquido obtido no período menos o valor de seu fluxo de caixa líquido (MARTINEZ, 2001). Calculando-se seus termos de erro, que representam a estimação dos níveis anormais de *accruals* discricionários (DAcc it).

Equação 6 - Estimação de *accruals* totais

$$TA_{it} = \hat{\lambda} \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\lambda}_{1i} \Delta REV_{it} + \hat{\lambda}_{2i} Imob_{it} + \hat{\lambda}_{1i} FCO_{it} + \hat{\lambda}_{2i} FCO_{it-1} + \hat{\lambda}_{3i} TA_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Fonte: Pae (2005).

Em que:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t, ponderado pelos ativos totais da empresa no período t-1.

A_{it-1} = ativos totais da empresa i ao final do período t-1.

Δ **Receitas Líquidas** $_{i,t}$ = Variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais da empresa no período $t-1$.

Imob $_{it}$ = ativo imobilizado (bruto) da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos totais da empresa no período $t-1$.

FCO $_{it}$ = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais da empresa no período $t-1$.

FCO $_{it-1}$ = fluxo de caixa operacional da empresa i no período $t-1$, ponderado pelos ativos totais da empresa no período $t-2$.

TA $_{it-1}$ = *accruals* totais da empresa i no período $t-1$, ponderado pelos ativos totais da empresa no período $t-2$.

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro da regressão.

$\hat{\lambda}$ = Coeficientes estimados da regressão.

Em termos conceituais, Martinez (2011) descreve que os valores positivos extraídos dos termos de erros dessas equações, representam o quanto as empresas podem ter gerenciado para aumentar o valor de seus resultados e em contrapartida, valores negativos refletem o quanto pode ter sido gerenciado para reduzi-los.

3.4 Definição das variáveis do modelo de regressão

Na análise da relação entre a estabilidade da propriedade institucional e gerenciamento de resultados, utilizou-se o modelo de regressão similar ao proposto por Paulo e Mota (2019) em que se observam os custos inerentes à adoção de tais práticas, descritos em Zang (2012), para a construção dos modelos aqui estudados.

No entanto, alguns custos não foram possíveis de serem calculados para todos os componentes da amostra, e, como consequência, não foram considerados na pesquisa. Custos estes como *Market share*, Big8 e Experiência do auditor. A variável SOX, que representa uma *dummy* do ano de aplicação da Lei Sarbanes-Oxley no mercado de ações norte-americano, não se emprega a este estudo, que busca analisar o cenário brasileiro após sua convergência às normas internacionais. Demonstrando-se no Quadro 3 os custos efetivamente adotados, a fórmula utilizada e sua esperada relação com as práticas de gerenciamento de resultados.

Quadro 3 – Fórmulas dos custos associados à adoção de práticas de gerenciamento de resultados.

Custos associados		Fórmula utilizada:	Sinal esperado:
REM	Saúde financeira ($FinHealth_{it-1}$)	$\frac{Fluxo\ de\ caixa\ operacional_{it-1}}{Total\ das\ dívidas\ financeiras_{it-1}}$	Para REM: (+) Para AEM: (-)
	Taxa Marginal de Imposto (MTR_{it})	$\frac{Impostos\ sobre\ o\ lucro_{it}}{Receitas\ líquidas_{it}}$	Para REM: (+) Para AEM: (-)
	Participação de Investidores Institucionais ($PROP_{it-1}$)	$PROP_{i,t}^j = (\sum_{t=1}^5 \sum_{j=1}^{j_i} p_{i,t}^j) / 5$	Para REM: (+) Para AEM: (-)
AEM	Ativo Líquido Operacional (NOA_{it-1})	$Patrimônio\ Líquido_{it-1} - Caixa\ e\ equivalentes_{it-1} + Total\ das\ Dívidas_{it-1}$	Para REM: (-) Para AEM: (+)
	Ciclo Operacional ($CYCLE_{it}$)	Logaritmo natural do prazo médio de: estocagem + contas a receber – contas a pagar, no período t	Para REM: (-) Para AEM: (+)

Fonte: Baseado em Paulo e Mota (2019) e Zang (2012).

Conforme Zang (2012), Paulo e Mota (2019), para a maior adoção de uma das práticas de GR, o gestor analisa os custos inerentes à adoção de cada prática. A autora explica que a escolha é determinada quando o custo de uma estratégia ultrapassa o custo da outra. Especificando, assim, o sinal de seus coeficientes, conforme apresentado no Quadro 3.

As variáveis de controle utilizadas nos modelos são representadas no Quadro 4, juntamente com sua explicada relação com práticas de gerenciamento de resultados, descritas pela literatura do tema, a fórmula utilizada e o sinal esperado de cada uma.

Quadro 4 – Variáveis de controle adotadas no modelo de pesquisa.

Variável de controle	Relação com Gerenciamento de Resultados	Fórmula	Sinal esperado	Referência
$SIZE_{it}$	Empresas de maior porte se expõem mais ao mercado de capitais, o que desestimula ações GR dado custos políticos associados à prática.	$\ln (Ativos\ totais_{it})$	(-)	Watts e Zimmerman (1978); Kałdoński, Jewartowski, Mizerka (2019).
ROA_{it}	É a <i>proxy</i> relacionada ao desempenho empresarial, que controla a amostra sob análise conforme o desempenho das empresas em determinado período. Sendo considerada a melhor abordagem de desempenho, uma vez que é a menos afetada pelas estruturas de capitais divergentes entre empresas.	$\frac{Lucro\ líquido_{it}}{Ativo\ total_{it}}$	(-)	Guenther e Young (2000); Sakaki, Jackson e Jory (2017).

Variável de controle	Relação com Gerenciamento de Resultados	Fórmula	Sinal esperado	Referência
$\Delta \% \text{ PIB}$	Considera-se a variação percentual real do PIB. A variável controla os efeitos das flutuações da economia, para que as estimações dos modelos aqui adotados retratem apenas as atuações discricionárias dos gestores no gerenciamento de resultados.	$\left[\left(\frac{\text{PIB real}_t}{\text{PIB real}_{t-1}} \right) - 1 \right] \times 100$	Para AEM: (+) em economia desacelerada; (-) em recuperação econômica; Para REM: em economias desaceleradas (-).	Paulo e Mota (2019); Kąldoński, Jewartowski, Mizerka (2019); Cohen e Zarowin (2007).

Fonte: Baseado em Paulo e Mota (2019).

Como resultado, a pesquisa utilizou os modelos apresentados nas Equações 7 e 8.

Equação 7 – Modelo de regressão de REM e estabilidade da propriedade institucional.

$$REM_TOTAL_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_1 StdI_{it} + \hat{\beta}_2 PROP_{it-1} + \hat{\beta}_3 FinHealth_{it-1} + \hat{\beta}_4 MTR_{it} + \hat{\beta}_5 NOA_{it-1} + \hat{\beta}_6 CYCLE_{it} + \hat{\beta}_7 ROA_{it} + \hat{\beta}_8 SIZE_{it} + \hat{\beta}_9 \Delta \% PIB_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Fonte: Baseado em Paulo e Mota (2019) e Zang (2012).

Equação 8 – Modelo de regressão de AEM e estabilidade da propriedade institucional

$$DAcc_{i,t} = \hat{\alpha}_0 + \hat{\beta}_1 StdI_{it} + \hat{\beta}_2 PROP_{it-1} + \hat{\beta}_3 FinHealth_{it-1} + \hat{\beta}_4 MTR_{it} + \hat{\beta}_5 NOA_{it-1} + \hat{\beta}_6 CYCLE_{it} + \hat{\beta}_7 ROA_{it} + \hat{\beta}_8 SIZE_{it} + \hat{\beta}_9 \Delta \% PIB_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Fonte: Baseado em Paulo e Mota (2019) e Zang (2012).

Dessa maneira, as hipóteses de pesquisa serão respondidas pelo sinal de StdI e pela análise da significância, em sua relação direta ou inversamente proporcional à variável dependente.

De forma a evitar problemas com observações de valores extremos (*outliers*), foi realizada técnica de winsorização em todas as variáveis, 1% para cima e 1% para baixo, conforme orientação do estudo de Sakaki, Jackson e Jory (2017).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estimação dos níveis normais de *accruals* e de despesas operacionais

Como primeira etapa, é necessário estimar os níveis “normais” de *accruals* e de despesas operacionais das empresas, para então calcularmos seus termos de erro. Para melhorar a robustez das estimações, foi traçado como mínimo 10 observações para cada setor econômico e que o teste F fosse significativo ao nível de 5%, demonstrando que ao menos uma variável *X* é estatisticamente significativa para explicar a variabilidade em *Y* (WOOLDRIDGE, 2006). Apresentam-se a seguir as Tabelas dos resultados das regressões.

Tabela 2 - Estimação dos níveis normais dos *accruals*.

TA it (Pae)	
Var. independentes	Coeficientes
$1/Ait-1$	3961,833 ***
$\Delta REVit$	0,2311718 ***
$Aimobit$	-1,242905 ***
$FCO it$	1,23515 ***
$FCO it-1$	0,0018235 ***
$TA it-1$	0,0066151 ***
Constante	0,2054462 ***
Observações	1.270
Prob > F	0,00
R ²	0,9992

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: *** Estatisticamente significativa a 1%;

** Estatisticamente significativa a 5%;

* Estatisticamente significativa a 10%.

Tabela 3 - Estimação dos níveis normais das atividades operacionais.

Var. independentes	Coeficientes	
	Prod _{it}	Disx _{it}
$1 / A t-1$	2,122873	23156,08 ***
Receitas / AT it-1	1,767008 ***	-
$\Delta Receitas / AT it-1$	-0,044371	0,1741021
$\Delta Receitas it-1/AT it-1$	1,048065	-
Constante	-0,061811	0,0132887
Observações	1.278	1.278
Prob > F	0,00	0,00
R ²	0,0605	0,8213

Fonte: Dados da pesquisa

Nota: *** Estatisticamente significativa a 1%;

** Estatisticamente significativa a 5%;

* Estatisticamente significativa a 10%.

O R^2 da estimação dos níveis de *accruals* representa o alto nível explicativo das variáveis X para a previsibilidade desses itens contábeis. E através do cálculo dos termos de erro da regressão que se cria a variável de DAcc, abordada nos próximos passos da pesquisa.

Enquanto isso, as regressões que estimam os níveis normais de despesas discricionárias operacionais obtiveram R^2 : 6,05% e 82,13%. O baixo grau explicativo apresentado no cálculo dos custos de produção não é de grande impacto para esta pesquisa, uma vez que o objetivo deste estudo não é prever com exatidão os valores dos custos de produção das empresas analisadas, mas o de compreender a relação (significante, positiva ou negativa) de seus valores em níveis anormais com a presença de investidores institucionais estáveis que constam em suas estruturas de capitais. Dessa forma, por meio dos termos de erro da segunda e terceira regressão, é que se constrói a variável REM_TOTAL.

4.2 Análise descritiva

A estatística descritiva das variáveis adotadas na pesquisa se encontra na Tabela 4, que demonstra primeiramente as variáveis dependentes, seguida das explicativas referentes a estabilidade e participação média dos investidores institucionais.

Tabela 4 – Variáveis descritivas utilizadas no modelo econométrico da pesquisa.

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio padrão	Mín.	Máx.
Variáveis de gerenciamento de resultados						
REM_TOTAL	1.278	0,1055935	0,0561836	0,6033678	-1,453899	3,199947
DAcc	1.270	0,0155317	-0,000696	0,447869	-2,446029	0,6094867
Variáveis de estabilidade de proprietários institucionais						
StdI – TOTAL	1.280	0,099069	0,0337261	0,1653288	0	0,8788608
StdI – Bancos	1.280	0,0015482	0	0,0071243	0	0,0420546
StdI – Seguradoras	1.280	0,000284	0	0,0022664	0	0,02028
StdI – Fundos	1.280	0,0267354	0	0,054264	0	0,3348485
StdI – Holdings	1.280	0,0584599	0,0093325	0,1465223	0	0,8788608
StdI – Outros	1.280	0,0078221	0	0,0245757	0	0,142
Variáveis de proporções médias detidas por investidores institucionais						
PROP – TOTAL	1.280	0,5446575	0,57116	0,2840999	0	0,9999
PROP – Bancos	1.280	0,0349527	0	0,1016782	0	0,3688
PROP - Seguradoras	1.280	0,0015066	0	0,0099449	0	0,07734
PROP – Fundos	1.280	0,0797054	0,012625	0,1470807	0	0,7623
PROP – Holdings	1.280	0,3960092	0,44443	0,29686	0	0,9992
PROP – Outros	1.280	0,0280193	0	0,0777305	0	0,45812

Fonte: Dados da pesquisa.

Faz-se importante analisar a mediana dos dados, uma vez que valores calculados por médias são mais sensíveis e voláteis, perdendo um pouco seu poder de representatividade dos dados.

Portanto, os valores medianos referentes ao nível anormal AEM evidenciados como negativos podem indicar maior magnitude de manipulação de resultados por meio de *accruals* discricionários, na intenção de redução dos resultados. De maneira semelhante, os níveis anormais REM medianos se apresentam positivos, o que podem indicar amplitude propensa ao gerenciamento de decisões operacionais na intenção de alcançar maiores ganhos em seus resultados. A sinalização contrária entre ambas as práticas também foi encontrada no estudo de Paulo e Mota (2019).

Analisando a mediana da variável StdI pode-se verificar maior volatilidade de investimentos pelos acionistas do tipo *Holdings*, e seus próprios desvios-padrões reforçam essa maior instabilidade na propriedade de ações desse grupo de investidores. Como segundo lugar, a Tabela 4 também aponta que os investidores de Fundos de Investimentos também se destacam em sua volatilidade.

O grupo detentor de maior percentual de ações (PROP) são *Holdings*. E pela Tabela 4 evidencia-se a disparidade do volume de participação entre os grupos institucionais, em que as *Holdings* detiveram 44%; seguido dos proprietários de fundos de investimento com 1,26%. Os dois tipos de investidores também lideram com maiores desvios-padrões de PROP.

A consequência dessa volatilidade no monitoramento realizado pelo investidor institucional é o foco desse estudo.

4.3 Análise econométrica

Para avaliar o nível de robustez dos modelos adotados, foram executados diversos testes de especificação. Os dados foram imputados no software de estatística Stata® e as interpretações de seus resultados seguiram conforme Wooldridge (2006) e Fávero e Belfiore (2017).

Em ambos os modelos, os testes de especificação apresentaram os mesmos resultados. Primeiramente foi realizado o teste de Chow, que investiga se os interceptos são iguais para todas as *cross-sections* e os resultados apontaram ser preferível o modelo em painel (de Efeitos Fixos), quando comparado ao modelo de dados empilhados (*pooled*). Logo em seguida, foi executado o teste de *Breusch-Pagan* o qual mostrou que quando comparado ao modelo *pooled*, o modelo de Efeitos Aleatórios era o mais adequado. Então, para determinar

qual das duas opções era a mais apropriada foi utilizado o teste de Hausman, que indicou o modelo em painel de Efeitos Fixos como o mais adequado, sendo o adotado para este estudo.

O painel controlado para os Efeitos Fixos não permite o uso de *Dummies* e como consequência, uma variável *Dummy* setorial não pôde ser abordada neste estudo. Isso se dá ao fato de que os efeitos fixos não consideram características invariantes no tempo, como por exemplo, a classificação setorial de uma empresa, característica que muito dificilmente se modifica com o tempo.

Em seguida, para observar se há a necessidade de fixar os efeitos do tempo, foi construída uma *Dummy* para os anos, porém, como resultado, o mesmo indicou não haver significância nesta análise.

Por fim, foram realizados testes dos pressupostos dos modelos REM e AEM. O teste de Shapiro-Francia descreveu que os termos de erros não são normalmente distribuídos. Porém, baseando-se na teoria do limite central, em grandes amostras, quando são apropriadamente padronizadas, as distribuições se aproximam de um comportamento normal (WOOLDRIDGE, 2006). Dessa forma, a ausência do pressuposto não exerceu grande impacto no entendimento desta pesquisa.

No teste de *Breusch-Pagan* para heterocedasticidade foram identificados resíduos heterocedásticos, sendo minimizados pela utilização de estimadores robustos nos modelos. E as médias dos fatores de inflação de variação (do inglês *vif*) se apresentaram baixas (1,43) indicando ausência de multicolinearidade do tipo severa.

No entanto, para realizar uma análise mais profunda acerca da presença de problemas com multicolinearidade, foi gerada uma matriz de correlações das variáveis dos modelos, como pode ser observado na Tabela 5. Foram calculadas as correlações de Spearman entre as variáveis contínuas, uma vez que os dados não apresentaram normalidade. Analisando-se os resultados obtidos, não foram identificadas altas correlações entre as variáveis explicativas adotadas pelo modelo, reafirmando ausência de multicolineariedade.

Tabela 5 - Matriz de correlação de Spearman das variáveis de pesquisa.

Variável	REM_TOTAL	Dacc	StdI	PROP	Financial Health	MTR	NOA	CYCLE	ROA	SIZE	Δ%PIB
REM_TOTAL	1										
Dacc	0,0174	1									
StdI	-0,0271	-0,107 ***	1								
PROP	0,0924 ***	-0,012	-0,069 ***	1							
Financial Health	-0,2575 ***	0,0191	-0,065 **	-0,047 *	1						
MTR	-0,2264 ***	-0,065 **	0,0243	-0,092 ***	0,2299 ***	1					
NOA	-0,2135 ***	0,1475 ***	0,0550 *	-0,033	0,1197 ***	0,1542 ***	1				
CYCLE	0,1493 ***	-0,025	0,0809 ***	0,0201	-0,153 ***	-0,119 ***	-0,006	1			
ROA	-0,3679 ***	0,1099 ***	-0,056 **	-0,113 ***	0,4126 ***	0,4760 ***	0,1897 ***	-0,170 ***	1		
SIZE	-0,2461 ***	0,0568 **	0,181 ***	-0,135 ***	0,1175 ***	0,1157 ***	0,2386 ***	0,0949 ***	0,1406	1	
Δ%PIB	-0,0088	-0,032	0,0496 *	0,0160	-0,013	-0,02	0,0299	0,0113	-0,0052	0,023	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota: *** Estatisticamente significativa a 1%; ** Estatisticamente significativa a 5%; * Estatisticamente significativa a 10%.

4.4 Análise da relação entre a estabilidade da propriedade institucional de ações e práticas de gerenciamento de resultados

A princípio, fez-se necessário analisar os valores totais de estabilidade da propriedade de ações e sua relação aos estimados níveis anormais de AEM e REM como *proxies* para gerenciamento de resultados, ainda sem considerar os tipos de investidores institucionais, para então se aprofundar na análise. Os resultados das regressões entre estabilidade institucional de ações e gerenciamento de resultados totais se expressam na Tabela 6.

Tabela 6 - Resultados das Regressões entre estabilidade institucional de ações e gerenciamento de resultados totais AEM e REM.

	Dacc	REM_Total
Var. independentes	Coeficientes	Coeficientes
StdI Total	0,0328962	0,2728073 **
PROP	0,0612939	-0,0426288
Financial Health	-0,0043917	0,0145076
MTR	-0,025212	-0,0318028
NOA	0,0161633	-0,1697356 ***
CYCLE	0,0086549 *	0,0247702 **
ROA	0,6539972 ***	0,0100214
SIZE	-0,007224	-0,1327162 *
$\Delta\%$ PIB	-0,0005525	0,0013407 *
Constante	0,0838733	1,976197 *
Prob > F	0,0000	0,0000
R ² Within	0,3628	0,1045
R ² Between	0,274	0,4259
R ² Overall	0,3349	0,3086
Obs.	1.270	1.278

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota: *** Estatisticamente significativa a 1%;

** Estatisticamente significativa a 5%;

* Estatisticamente significativa a 10%.

As variáveis de estabilidade e de propriedade média são calculadas em seus valores totais e representam o grupo de investidores institucionais como um todo, sua volatilidade e a propriedade do grupo.

A Tabela 6 mostra que a variável StdI Total possui valor positivo entre a relação de volatilidade (baixa estabilidade) com a estimação de práticas do tipo AEM. Porém, esses não foram resultados estatisticamente significativos.

Esse resultado mostra existir associação positiva entre práticas REM e estabilidade acionária institucional. Este achado apresenta significância estatística, ao nível de 5%,

remetendo a estabilidade dos investidores institucionais como eficazes para o monitoramento desse tipo de prática dentro de seus investimentos. Esse resultado aponta que quanto menor a volatilidade desses investidores, menor aderência ao gerenciamento de resultados REM.

Além disso, no intento de investigar mais a fundo, se esses resultados são atribuídos diferentemente entre os tipos de investidores institucionais, foram calculadas métricas de estabilidade e propriedade para cada um deles. Os dados estão detalhados na Tabela 7 e 8.

Tabela 7 - Resultados das regressões de *accruals* discricionários considerando o tipo de investidor.

Variável	Dacc_TOTAL				
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
StdI – Bancos	2,177998 *	-	-	-	-
PROP – Bancos	0,0090893	-	-	-	-
StdI – Seguradoras	-	-0,4964382	-	-	-
PROP – Seguradoras	-	3,067952 ***	-	-	-
StdI – Fundos	-	-	0,1680863	-	-
PROP – Fundos	-	-	-0,0743423	-	-
StdI – Holdings	-	-	-	0,0547526	-
PROP – Holdings	-	-	-	0,0703078	-
StdI – Outros	-	-	-	-	-0,5310211
PROP – Outros	-	-	-	-	0,0744293
Financial Health	-0,0046271	-0,0046871	-0,004728	-0,0043218	-0,0045545
MTR	-0,0257594	-0,025791	-0,0260263	-0,0256298	-0,0263754
NOA	0,0163161	0,0162257	0,0161411	0,0155992	0,0162048
CYCLE	0,0091389 *	0,0087795 *	0,0087969 *	0,0087331 *	0,0084212 *
ROA	0,6531417 ***	0,6535403 ***	0,6531809 ***	0,6538382 ***	0,6524634 ***
SIZE	-0,0110093	-0,0107364	-0,0098556	-0,0077895	-0,0098022
$\Delta\%$ PIB	-0,000531	-0,0005171	-0,0005621	-0,0005655	-0,0005037
Constante	0,1692827	0,1659988	0,1588374	0,0972328	0,1601532
R ² Within	0,363	0,3626	0,3625	0,3632	0,3628
R ² Between	0,2785	0,2622	0,274	0,2747	0,2776
R ² Overall	0,337	0,3235	0,3333	0,3375	0,3351
Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Com os resultados expostos, é possível verificar que há resultado significativo (a 10%) entre a relação de estabilidade de propriedade acionária para os Bancos e a adoção de estratégias AEM dentro de seus investimentos, pela regressão número 1 da Tabela 7, que também expõe o resultado positivo de sua relação, exprimindo que quanto mais estável o investidor (volatilidade baixa), menores evidências de manipulações por meio de *accruals* discricionários.

O que se pode inferir de estudos paralelos é que esse tipo de investidor, ao ser considerado sensível à pressão dos gestores, é tido como naturalmente menos ativista e monitor de seus investimentos, por possuir potenciais relações comerciais entre ambas as empresas, o que pode os restringir de entrar em conflito com os gestores de suas investidas (BRICKLEY; LEASE; SMITH, 1988; ALMAZAN; HATZELL; STARKS, 2005). De acordo com os resultados expostos na Tabela 7, os Bancos se apresentaram aqui como monitores eficientes, indicando de que conseguem conciliar suas diversas funções institucionais, e que buscam, dentro de seus investimentos informações de qualidade.

Em relação a variável PROP, que indica a proporção de participação média de investidores institucionais, apenas o grupo de Seguradoras apresentou significância estatística (ao nível de 1%), sendo esta uma relação positiva. Zang (2012) esclarece que quanto maior a participação de investidores institucionais na empresa, maior há supervisão para práticas REM, frente aos seus efeitos danosos no longo prazo e na continuidade empresarial. Assim, resulta em um maior espaço para a adoção de estratégias AEM, como substituto.

Este achado sugere que a participação desse grupo de investidores em especial não representa monitoramento ativo para esse tipo de estratégia. Esses resultados reafirmam o estudo de Lin e Manowan (2012), no qual os acionistas tidos como “transitórios” também obtiveram a mesma relação positiva e significativa entre a propriedade de acionistas e níveis de gerenciamento de resultados AEM, em que maiores concentrações desses acionistas representam maior aderência em estratégias AEM para o aumento de lucros. Expondo assim que acionistas institucionais Seguradoras estão em busca de ganhos no curto prazo.

Para todos os tipos de investidores institucionais, CYCLE e o ROA apresentaram relevância estatística como demonstrado na Tabela 7. Informando que esses são elementos que contribuem à explicação da decisão de adoção ou não de práticas AEM. A variável CYCLE, positivamente sinalizada, se entende como quanto maior o ciclo operacional da empresa, maior a flexibilidade de prazos das contas sob regime de competência, possibilitando a adoção de práticas AEM. Consequentemente, também permitem a reversão desses *accruals* a *posteriori*. Este é o sinal esperado na sua relação com práticas AEM, também obtido na pesquisa de Mota (2018), porém este adotou os modelos AEM de Jones Modificado e de Paulo, ambos positivamente significantes.

O ROA implementado no modelo para controle dos desempenhos empresariais, também obteve relação positiva com estratégias do tipo AEM, apontando que para a amostra da pesquisa, empresas com melhores desempenhos são as mais associadas a esses tipos de

práticas. Os resultados encontrados e expostos na Tabela 7 estão em concordância com os achados de Paulo e Mota (2019) e em Lin e Manowan (2012).

A Hipótese 1A estima que investidores institucionais estáveis sejam associados a um menor gerenciamento de resultados AEM nas firmas investidas. Os resultados conduzem a não rejeição da Hipótese 1A, porém, delimita-a, uma vez que existe evidência estatística de menor associação de práticas AEM apenas na presença estável de investidores institucionais do tipo Bancos. Nos demais tipos, essa afirmação não foi possível de ser validada.

Entretanto, como sugerido no estudo de Zang (2012), é necessário se analisar o nível REM dessa relação, também, para compreender se existe a substituição das práticas de gerenciamento de resultados. A Tabela 8 mostra os resultados das regressões.

Tabela 8 - Resultados das regressões de REM considerando o tipo de investidor.

Variável	REM_TOTAL				
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5
StdI – Bancos	1,822461	-	-	-	-
PROP – Bancos	0,071649	-	-	-	-
StdI - Seguradoras	-	2,458265	-	-	-
PROP - Seguradoras	-	10,20337 ***	-	-	-
StdI – Fundos	-	-	0,3993941	-	-
PROP – Fundos	-	-	-0,1213078	-	-
StdI – Holdings	-	-	-	0,2825542 *	-
PROP – Holdings	-	-	-	-0,0009162	-
StdI – Outros	-	-	-	-	0,524608
PROP – Outros	-	-	-	-	-0,5618842
Financial Health	0,0140113	0,0139689	0,0139842	0,0148285	0,0137756
MTR	-0,0319176	-0,0319654	-0,0321862	-0,0320819	-0,0320464
NOA	-0,1711155 ***	-0,1710361 ***	-0,1709198 ***	-0,1706994 ***	-0,1719262 ***
CYCLE	0,0242791 **	0,023905 **	0,0239926 *	0,0244581 **	0,0240417 **
ROA	0,006288	0,0077728	0,0070646	0,0087781	0,0074908
SIZE	-0,1321538 *	-0,1339687 *	-0,1309918 *	-0,1314624 *	-0,1333693 *
$\Delta\%$ PIB	0,0014201 *	0,0014384 *	0,001348 *	0,0013817 *	0,0014171 *
Constante	1,9869234 *	1,986106 *	1,957207 *	1,947389 *	2,004524 *
R ² Within	0,101	0,1054	0,1023	0,103	0,1028
R ² Between	0,4363	0,417	0,4326	0,429	0,4231
R ² Overall	0,3126	0,3005	0,3115	0,3104	0,305
Obs.	1.278	1.278	1.278	1.278	1.278

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

Fonte: Resultados da pesquisa.

Na Tabela 8 pode-se observar que houve apenas uma relação significativa entre REM e os tipos de investidores institucionais, em que o grupo *Holdings* obteve relação positiva a 1%, o que se interpreta como: quanto menor a volatilidade (maior estabilidade) no seu investimento, menor adoção a práticas REM evidenciada na investida. A mesma relação é

observada pelos demais investidores institucionais, todavia, não se encontrou significância estatística em suas associações.

Nas variáveis de proporções médias de participação (PROP), encontrou-se significância estatística (a 1%) na associação positiva da participação acionária dos investidores Seguradoras. Que pode ser interpretada como: quanto maior a participação deste grupo no investimento, maior a aderência a práticas REM estimadas. O mesmo resultado significativo foi apresentado para AEM, conforme Tabela 7. Esses resultados indicam que esse tipo de investidor busca ganhos de curto prazo, atuando de forma míope.

Outra explicação alternativa é fornecida por Almazan, Hartzell e Starks (2005), que descrevem as acionistas institucionais Seguradoras como monitores potencialmente passivos com relação aos seus investimentos. Brickley, Lease e Smith (1988) consideram esse tipo de investidor como sensíveis à pressão, sendo assim, evitam entrar em conflito com os gestores de suas investidas por existirem possíveis relações de negócios entre eles. Sherman, Beldona e Joshi (1998) reiteram que as Seguradoras, enquanto investidores institucionais, também buscam criar outros laços comerciais com suas investidas através de seus produtos de seguros.

As variáveis de incentivos ao gerenciamento de resultados que apresentaram significância estatística foram NOA (a 1%) e CYCLE (a 10% nos fundos de investimentos e 5% nas demais) para todos os tipos de investidores institucionais. Apontando que há indicativos de que esses são fatores que norteiam as decisões quanto à adoção de práticas REM.

Os ativos operacionais líquidos (NOA_{it-1}) representam a articulação entre o lucro contábil e o balanço patrimonial. Neste estudo, a variável que é defasada apresentou sinalização negativa em sua relação com REM, sinal este estimado por Zang (2012), indicando que empresas com menor flexibilidade contábil, devido à manipulação em períodos anteriores, se utilizam mais de práticas REM (ZANG, 2012). A autora explica que a capacidade de gerenciar resultados por meio de *accruals* é limitada ao nível de atividades gerenciadas em competências anteriores, o que pode influenciar o nível de substituição das estratégias de gerenciamento ou a complementação entre ambas.

O ciclo operacional (CYCLE) obteve associação positiva às estratégias REM. Sinalizando que as empresas que compõem a amostra de pesquisa que possuem ciclos operacionais maiores são associadas à maior gerenciamento REM. Este resultado contraria os encontrados por Zang (2012), mas são consonantes aos achados por Paulo e Mota (2019) durante as etapas econômicas de Expansão e Recuperação, mas tais relações não foram significantes.

Para o controle do modelo econométrico foram inseridas as variáveis de controle SIZE e $\Delta\%$ PIB. Os resultados mostram que essas variáveis apresentam relação estatisticamente significativa com as práticas REM. O tamanho empresarial (SIZE) obteve coeficiente com sinalização negativa, significando que as empresas da amostra que possuem menor porte empresarial apresentam maior indicativo de adoção de estratégias do tipo REM.

Em contrapartida, a variável $\Delta\%$ PIB, com sua associação positiva, exprime que nos períodos de variação positiva da economia essas práticas foram as mais adotadas, considerando o período analisado.

A Hipótese 1B determina que proprietários institucionais estáveis sejam menos associados às práticas do tipo REM nas firmas investidas. Os resultados permitem concluir a não rejeição da Hipótese 1B. Entretanto, indica sua delimitação. Afirma-se que investidores institucionais estáveis são menos associados ao gerenciamento REM, todavia, essa relação só é pertinente à presença estável dos acionistas *Holdings*. Nos demais tipos, essa afirmação não foi evidenciada estatisticamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na busca de expandir o debate sobre a ação do ativismo institucional na mitigação de práticas de gerenciamento de resultados, este estudo teve por objetivo analisar se a estabilidade da propriedade institucional de ações exerce influência na diminuição da adoção de práticas de gerenciamento de resultados em seus investimentos, assim como a quais tipos de acionistas institucionais se atribuem o perfil de monitor. Para se atingir o objetivo de pesquisa, foram coletados os dados das empresas listadas na bolsa de valores brasileira no período de 2010 a 2018, em que contivesse algum investidor institucional em sua estrutura acionária.

Como resultado, apenas a estabilidade acionária do investidor institucional do tipo Bancos demonstrou indicativos relevantes para redução de práticas de gerenciamento AEM, embora a literatura os evidencie como monitores passivos de seus investimentos, conforme o estudo de Almazan, Hartzell e Starks (2005), esses apresentaram indicativos de que conseguem conciliar seus diversos interesses institucionais, monitorando efetivamente seus investimentos.

Como elementos explicativos à adoção de estratégias AEM, se mostraram relevantes o ciclo operacional das empresas (CYCLE) e ROA. Expressando que dentro desta flexibilização de prazos, e considerando os efeitos do regime de competência, culminam por possibilitar maiores oportunidades à adoção dessa prática e sua devida reversão posteriormente. Enquanto que o ROA nos descreve que dentro das empresas abordadas na amostra, as que se apresentaram mais associadas às estratégias AEM foram aquelas com melhores desempenhos. Esses resultados são consonantes com o estudo de Zang (2012).

Para o gerenciamento de resultados REM, a estabilidade de investidores institucionais do tipo *Holdings* se apresentou como fator agregador à mitigação dessas práticas. A literatura atribui a esse tipo de investidor o perfil monitor ativo, frente à independência da sua natureza de atuação e de suas empresas investidas (BRICKLEY; LEASE; SMITH, 1988).

Como fatores que norteiam a decisão da adoção de estratégias REM, apresentaram-se relevantes NOA_{it-1} e CYCLE. Os ativos operacionais líquidos indicam que empresas com menor flexibilidade contábil, limitados aos níveis AEM gerenciado anteriormente, são mais associadas às estratégias REM. E para empresas com ciclos operacionais mais extensos são associadas a esse tipo de prática.

E com o objetivo de controlar o modelo econométrico da pesquisa, foram inseridas variáveis de controle, das quais, SIZE e $\Delta\%$ PIB apresentam relação significativa às práticas

REM. O tamanho empresarial mostrou ser um elemento relevante nas características das empresas aderentes às práticas REM, essa afirmação é atribuída às empresas de portes menores. Também se evidenciou que REM foi a estratégia mais adotada em períodos de variação positiva na economia brasileira.

Na participação acionária média (PROP), o investidor do tipo Seguradoras se apresentou significativamente associado a ambos os tipos de gerenciamento de resultados. A relação positiva entre os termos descreve que quanto maior a sua participação em uma empresa, maiores são os indicativos de adoção de estratégias de gerenciamento de resultados. É atribuído a esse tipo de investidor uma relação passiva de monitoramento, e a literatura sugere que este comportamento tem motivação nos potenciais negócios entre a empresa investidora e o investimento, condicionando as Seguradoras a evitarem conflitos com os gestores de suas investidas (BRICKLEY; LEASE; SMITH, 1988; SHERMAN; BELDONA; JOSHI, 1998; ALMAZAN; HARTZELL; STARKS, 2005).

Considerando o discutido, é de suma importância se redirecionar a Fama (1970), que relata a relevância da disponibilização de informações significantes aos investidores, principalmente para a eficiência dos mercados de capitais. Os resultados aqui apresentados contribuem para a discussão literária no entendimento da atuação dos investidores institucionais, considerando que existem diferentes tipos, objetivos e relações entre investidor e investida. Sendo estes fatores influentes no seu nível de monitoramento e na qualidade das informações que são ofertadas ao público. No contexto prático, evidenciou-se que para alguns tipos de investidores a sua presença e estabilidade acionária parecem ser elementos eficazes de monitoramento, em razão de sua menor associação com estratégias de gerenciamento de resultados, assim como a outros são atribuídos perfil de monitoramento passivo.

São considerados elementos limitantes ao estudo: 1) a flexibilização de alguns dos pressupostos das regressões, no entanto, estes foram corrigidos com a adoção de erros padrões robustos; e 2) a utilização de uma das *proxies* sugeridas por Elyasiani, Jia e Mao (2010) para estimar a estabilidade da propriedade de ações, podendo a variável adotada no estudo não necessariamente ser a mais eficiente na representação do efeito.

Nesse sentido, recomenda-se para estudos futuros a utilização da *proxy* Persistência da Propriedade Institucional (IOP), criada por Elyasiani, Jia e Mao (2010), para verificar sua eficiência aplicada ao mercado brasileiro. E de maneira equivalente, sugere-se a adoção dos conceitos de *trade-off* explicados em Zang (2012) para compreender se há complementação dos métodos AEM e REM, e não sua análise separada que aqui foi abordada para compreender se há substituição de tais estratégias.

E considerando o período atual (2020) em que se enfrenta uma pandemia, culmina-se um cenário de crise na saúde e que diretamente aflige a economia pelos efeitos do Covid-19, necessário se faz estudar um possível novo comportamento desses investidores tidos como sofisticados, esses ainda consideram ganhos em longo prazo? Como se configurarão as estratégias utilizadas por estes agentes? E por fim, recomenda-se analisar a qualidade da informação contábil que será prestada pelas empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

- ALMAZAN, A.; HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Active institutional shareholders and costs of monitoring: Evidence from executive compensation. *Financial management*, v. 34, n. 4, 5-34, 2005.
- ALMEIDA, J. L. G.; SAVY, R. F. S. As *Holdings* familiares e os tipos societários. *Revista Paradigma*, v. 24, n. 1, 16 fev. 2016.
- AYERS, B. C.; JIANG, J.; YEUNG, P. E. Discretionary *accruals* and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, v. 81, n. 3, p. 617-652, 2006.
- BACK, K.; LI, T.; LJUNGQVIST, A. *Liquidity and Governance*. (Working Paper). ECGI – Finance, n. 388, 2014. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2350362>>. Acesso em: 02 abr. 2020.
- BALL, R. Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of accounting research*, v. 47, n. 2, p. 277-323, 2009.
- BALL, R; ROBIN, A.; WU, J. S. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of accounting and economics*, v. 36, n. 1-3, p. 235-270, 2003.
- BAO, S. R.; LEWELLYN, K. B. Ownership structure and earnings management in emerging markets - An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, v. 26, n. 5, p. 828-838, 2017.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 19, n.1, p. 28-39, 2013.
- BARTOV, E.; GIVOLY, D.; HAYN, C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of accounting and economics*, v. 33, n. 2, p. 173-204, 2002.

BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, v. 80, n. 3, p. 511-529, 2006.

BHOJRAJ, S.; HRIBAR, P.; PICCONI, M.; McINNIS, J. Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts. *The Journal of Finance*, v. 64, n. 5, p. 2361–2388, 2009.

BRASIL. Instrução CVM nº 558 de 26 de março de 2015. Com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 593/17, 597/18, 604/18 e 609/19, que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Rio de Janeiro, RJ, 04 mar. 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html>>. Acesso em: 30 jul. 2020.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO (B3). *Participação dos Investidores no Volume Total do Segmento Bovespa*, abr. 2020. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/participacao-dos-investidores/volume-total/>. Acesso em 30 abr. 2020.

BREEDEN, D. T.; VISWANATHAN, S. Why do firms hedge? An asymmetric information model. *The Journal of Fixed Income*, v. 25, n. 3, p. 7-25, 2016.

BRICKLEY, J. A.; LEASE, R. C.; SMITH JR., C. W. Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of financial economics*, v. 20, p. 267-291, 1988.

BURGSTAHLER, D.; EAMES, M. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 33, n. 5- 6, p. 633-652, 2006.

BUSHEE, B. J. Do institutional investors prefer near- term earnings over long- run value? *Contemporary Accounting Research*, v. 18, n. 2, p. 207-246, 2001.

BUSHEE, B. J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, v. 73, n.3, p. 305-333, 1998.

CHEN, X.; HARFORD, J.; LI, K. Monitoring: Which institutions matter? *Journal of financial Economics*, v. 86, n. 2, p. 279-305, 2007.

CHEN, C.; GOTTI, G.; KANG, T.; WOLFE, M. C. Corporate codes of ethics, national culture, and earnings discretion: international evidence. *Journal of Business Ethics*, v. 151, n. 1, p. 141-163, 2016.

CHUNG, R.; FIRTH, M.; KIM, J. B. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of corporate finance*, v. 8, n. 1, p. 29-48, 2002.

CHUNG, K. H., ZHANG, H. Corporate governance and institutional ownership. *Journal of financial and quantitative analysis*, v. 46 n. 1, p. 247-273, 2011.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010.

COMITÊ, DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. CPC 00 (R2). - *Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro*, 2019. Disponível em:
<[http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00\(R2\).pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00(R2).pdf)>. Acesso em: 03fev. 2020.

CORNETT, M. M.; MARCUS, A. J.; SAUNDERS, A.; TEHRANIAN, H. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 31, n. 6, p. 1771-1794, 2007.

DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, v. 14, n. 2, p. 235-250, jun. 2000.

DECHOW, P.; KHIMICH, N. V.; SLOAN, R. *The accrual anomaly*. 2011. Disponível em:
<<http://ssrn.com/abstract=1793364>>. Acesso em: 12 abr. 2019.

DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of *accruals*. *Journal of accounting and economics*, v. 17, n. 1-2, p. 145-176, 1994.

ELYASIANI, E.; JIA, J. J. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of banking & finance*, v. 34, n. 3, p. 606-620, 2010.

ELYASIANI, E.; JIA, J. J.; MAO, C. X. Institutional ownership stability and the cost of debt. *Journal of Financial Markets*, v. 13, n. 4, p. 475-500, 2010.

EWERT, R.; WAGENHOFER, A. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, v. 80, n. 4, p. 1101-1124, 2005.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, maio 1970.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. *Manual de Análise de Dados: estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; SANTIAGO, W. P. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. *Gestão & Regionalidade*, v. 25, n. 75, p. 45-56, 2010.

FUNCHAL, B.; LOURENÇO, D.; MOTOKI, F. Y. S. Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimento em ações. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 10, n. 28, p. 45-57, 2016.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

GUNNY, K. A. *What are the consequences of real earnings management?* (Working Paper). University of Colorado, set., 2005. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.841&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 5 abr. 2019.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

KALDOŃSKI, M.; JEWARTOWSKI, T.; MIZERKA, J. Capital market pressure, real earnings management, and institutional ownership stability-Evidence from Poland. *International Review of Financial Analysis*, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.009>>. Acesso em 07 ago. 2019.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, v. 31, n. 1-3, p. 105-231, 2001.

LEV, B. Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *Accounting Review*, p. 1-22, 1988.

LIN, L., MANOWAN, P. Institutional ownership composition and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, v. 15, n. 4, p. 1250022.1 - 1250022.22, 2012.

LIN, F.; WU, C. M.; FANG, T. Y.; WUN, J. C. The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation. *Economic Modelling*, v. 37, p. 164-174, 2014.

MACÊDO, F.; MOURA, G. D.; HEIN, N. Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión*, v. 11, n. 21, p. 1-20, 2013.

MARTINEZ, A. L. "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

MARTINEZ, A. L. Do corporate governance special listing segments and auditing curb real and accrual-based earnings management? Evidence from Brazil. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n. 4, p. 98-117, 2011.

MAUG, E. Large shareholders as monitors: Is there a trade- off between liquidity and control? *The journal of finance*, v. 53, n. 1, p. 65-98, 1998.

MCCAHERY, J. A., SAUTNER, Z., STARKS, L. T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, v. 71, n. 6, p. 2905-2932, 2016.

PAE, J. Expected Accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of *accruals*. *Review of Quantitative Finance na Accounting*, v. 24, n. 1, p. 5-22, 2005.

PAULO, E. *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. 2007. 269 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PAULO, E.; MOTA, R. H. G. Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 30, n. 80, p. 216-233, 2019.

RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M.; JIAMBALVO, J. J. *Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings?* 1999. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163433>. Acesso em 5 abr. 2019.

RODRIGUES, R. M. R. C.; MELO, C. L. L.; PAULO, E. Earnings Management and Quarterly Discretionary *Accruals* Level in the Brazilian Stock Market. *Brazilian Business Review*, v. 16, n. 3, p. 297-314, 2019.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SAKAKI, H.; JACKSON, D.; JORY, S. Institutional ownership stability and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 49, n. 1, p. 227-244, 2017.

SHAYAN-NIA, M.; SINNADURAI, P.; MOHD-SANUSI, Z.; HERMAWAN, A. N. A. How efficient ownership structure monitors income manipulation? Evidence of real earnings management among Malaysian firms. *Research in International Business and Finance*, v. 41, p. 54-66, 2017.

SHERMAN, H.; BELDONA, S.; JOSHI, M. Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions. *Corporate Governance: An International Review*, v. 6, n. 3, p. 166-173, 1998.

SHILLER, R. J.; POUND, J. Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 12, n. 1, p. 47-66, 1989.

SOARES, E. R.; GALDI, F. C. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. *Revista contabilidade e finanças*, v. 22, n. 57, p. 279-298, dez. 2011.

SOHN, B. C. The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 35, n. 5, p. 513-539, 2016.

SOUSA, E. P. D. *Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals*. 2016. 198f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

YAN, X.; ZHANG, Z. Institutional investors and equity returns: Are short-term institutions better informed? *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 2, p. 893-924, 2009.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, v. 53, n. 1, p. 112-134, 1978.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

ZHU, X.; LU, S. Earnings management through real activities manipulation before mergers and acquisitions. *Journal of Finance and Accountancy*, v. 13, p. 1-17, 2013.

APÊNDICE

Tabela A1 - Estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos econométricos

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio padrão	Mín.	Máx.
Variáveis de gerenciamento de resultados						
REM_PROD	1.278	-0,002874	0,0103539	0,3006234	-1,0308	1,401266
REM_DISX	1.278	-0,108848	-0,034117	0,4520672	-3,1147	0,422132
REM_TOTAL	1.278	0,1055935	0,0561836	0,6033678	-1,4538	3,199947
DAcc	1.270	0,0155317	-0,000696	0,447869	-2,4460	0,6094867
Variáveis de estabilidade de proprietários institucionais						
IOP_TOTAL	1.280	410,3177	4,04289	2227,575	0	18666,77
StdI_TOTAL	1.280	0,099069	0,0337261	0,1653288	0	0,8788608
IOP_Bancos	1.280	0,0545033	0	0,3627674	0	2,937433
IOP_Seguradoras	1.280	0,0330547	0	0,2725165	0	2,386869
IOP_Fundos	1.280	10,5878	0	62,45398	0	517,4849
IOP_Holdings	1.280	335,2536	2,348468	1949,591	0	16824,42
IOP_Outros	1.280	1,787572	0	9,118047	0	75,37434
StdI_Bancos	1.280	0,0015482	0	0,0071243	0	0,0420546
StdI_Seguradoras	1.280	0,000284	0	0,0022664	0	0,02028
StdI_Fundos	1.280	0,0267354	0	0,054264	0	0,3348485
StdI_Holdings	1.280	0,0584599	0,0093325	0,1465223	0	0,8788608
StdI_Outros	1.280	0,0078221	0	0,0245757	0	0,142
Variáveis de incentivo às práticas de gerenciamento de resultados						
PROP_TOTAL	1.280	0,5446575	0,57116	0,2840999	0	0,9999
PROP_Bancos	1.280	0,0349527	0	0,1016782	0	0,3688
PROP_Seguradoras	1.280	0,0015066	0	0,0099449	0	0,07734
PROP_Fundos	1.280	0,0797054	0,012625	0,1470807	0	0,7623
PROP_Holdings	1.280	0,3960092	0,44443	0,29686	0	0,9992
PROP_Outros	1.280	0,0280193	0	0,0777305	0	0,45812
Financial Health	1.280	0,4164148	0,1555	1,458294	-3,019	10,375
MTR	1.280	-0,075503	0,013	0,8947261	-8,386	0,748
NOA	1.280	0,334254	0,628785	1,367385	-9,952	0,93022
CYCLE (ln)	1.280	2,775781	3	2,254116	0	8
Variáveis de controle						
ROA	1.280	-0,055768	0,025	0,4043688	-3,133	0,265
SIZE	1.280	14,18262	14,315	1,909544	8,9	18,04
Δ%PIB	1.280	-9,094777	-0,53	22,92229	-76	0,58

Fonte: Dados da pesquisa – STATA.