

Gerenciamento de resultados e *guidance*: um estudo em empresas brasileiras

Sylvia Rejane Magalhães Domingos

<https://orcid.org/0000-0002-8112-0148>

Vera Maria Rodrigues Ponte

<https://orcid.org/0000-0003-4910-9720>

Edilson Paulo

<https://orcid.org/0000-0003-4856-9039>

Antonio Rafael Holanda da Silva

<https://orcid.org/0000-0002-1243-9016>

Resumo

Objetivo: O presente estudo investigou se o atingimento do *guidance* divulgado por empresas brasileiras é explicado pela prática de gerenciamento de resultados.

Método: A amostra compreende as companhias listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3 S.A.) no período de 2010 a 2020. A pesquisa coletou o *guidance* divulgado pelas companhias acerca de indicadores contábeis e de desempenho e comparou-os com os números efetivamente realizados, gerando a variável erro no atingimento do *guidance*. Os níveis de gerenciamento de resultados contábeis foram analisados por *accruals* e por atividades operacionais.

Resultados: Ao analisar a regressão, é possível inferir que, para atingir o *guidance* divulgado, quando a projeção está acima do realizado, as empresas utilizam o gerenciamento por *accruals*. No entanto, quando o *guidance* está abaixo do realizado, as empresas utilizam o gerenciamento por atividades operacionais.

Contribuições: A pesquisa contribui para enriquecer a discussão acerca do tema *guidance* e gerenciamento de resultado, além de incluir uma variável capaz de captar o erro no atingimento do *guidance* divulgado, o que reforça seu caráter inovador.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; *Guidance*; Companhias abertas.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 9/9/2023. Pedido de revisão em 12/11/2023. Rodada 2: Resubmetido em 19/12/2023. Pedido de revisão em 28/2/2024. Rodada 3: Resubmetido em 27/3/2024. Pedido de revisão em 23/4/2024. Rodada 4: Resubmetido em 2/5/2024. Aceito em 13/5/2024 por Vinicius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 20/12/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1 Introdução

A qualidade da informação contábil corresponde ao nível de atendimento das características fundamentais e de melhorias nas demonstrações publicadas e disponibilizadas para os usuários, cujo principal propósito consiste em conhecer os números da empresa para melhor proteger os próprios interesses. No entanto, a qualidade da informação contábil ainda não pode ser mensurada por uma única variável, devendo ser considerados vários atributos, sendo os mais pesquisados: relevância, persistência, conservadorismo e gerenciamento de resultados (Barth, Landsman & Lang, 2008; Lopes & Walker, 2008; Almeida, Sarlo Neto, Bastianello & Moneque, 2012).

O gerenciamento de resultados só é possível devido à faculdade que têm os gestores de adotar critérios e práticas permitidos pela legislação vigente, conhecidos na literatura como escolhas contábeis. Assim, o resultado, principal produto da informação contábil, pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária.

Nesse contexto, o gestor pode se utilizar das escolhas contábeis para maximizar a riqueza de todas as partes, ou optar por critérios de reconhecimento/mensuração que não necessariamente reflitam a real situação econômica da empresa, visando ao atingimento de metas decorrentes de motivações particulares (Rodrigues, Melo & Paulo, 2019).

Por essa ótica, o administrador pode reagir ao que supõe ser o comportamento de investidores e credores diante do lucro publicado, com o objetivo de atender às expectativas do mercado, mesmo que esses resultados sejam apenas reflexo da estrutura contábil. Assim, o fenômeno *feedback* afeta a escolha de práticas contábeis pela administração (Hendriksen & Van Breda, 1999).

Logo, junto com a discricionariedade e a subjetividade presentes nas escolhas contábeis, o gestor pode direcionar a contabilidade em função de incentivos específicos. Entre esses, destaca-se o *guidance* como um estímulo particularmente vinculado ao mercado de capitais. Conforme indicado por Souza, Sanches, Sbardellati e Neumann (2018), o *guidance* é reconhecido como uma ferramenta de informação prospectiva, empregada pelas empresas não só para atender às exigências de transparência do mercado de capitais, mas também para fortalecer a confiança e a credibilidade para os diversos interessados, ao divulgar informações relevantes sobre sua situação atual ou futura.

Para suprir a expectativa dos agentes econômicos acerca do cumprimento do *guidance*, o gestor pode ser estimulado a gerenciar os números contábeis visando atingir determinadas “metas” de referência, que podem estar acima ou abaixo do resultado do período. Nesse sentido, Jaggi e Sannella (1995) e Kasznik (1999) investigaram empresas dos EUA e evidenciaram que o gestor é estimulado a gerenciar os resultados de modo a atender às suas próprias previsões. Segundo Krishnan, Pevzner e Sengupta (2012), ao observarem a ótica dos auditores, a divulgação de projeções (*guidance*) representa maior propensão ao gerenciamento de resultados contábeis.

Silva *et al.* (2016) e Souza *et al.* (2018), que analisaram a relação entre o *guidance* e o gerenciamento de resultados contábeis, observam que os estudos no Brasil sobre o tema focam nos fatores determinantes do seu *disclosure* e nas suas características (Brandão, Assunção, Ponte & Rebouças, 2013; Brandão, De Luca & Vasconcelos, 2014; Folster, 2016).

Mesmo associando as projeções a fatores como menor volatilidade das ações, maior confiança e aproximação com os profissionais do mercado, aumento da cobertura da empresa, ação mais próxima do preço justo, redução do custo de capital e alinhamento de projeções (Hirst, Koonce & Venkataraman, 2008), observa-se um reduzido número de estudos nacionais que analisam a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e a divulgação de *guidance* (Silva *et al.*, 2016; Souza *et al.*, 2018). Ademais, os estudos sobre gerenciamento de resultados contábeis são essenciais para o monitoramento da qualidade da informação contábil.

O presente estudo coletou o *guidance* divulgado pelas companhias acerca de indicadores contábeis e de desempenho e comparou-o com os números efetivamente realizados, gerando a variável erro no atingimento de *guidance*. Na sequência, foi verificado se as práticas de gerenciamento de resultados explicam o atingimento do *guidance*. Convém destacar que também foram identificadas na literatura outras variáveis que podem explicar o erro no atingimento do *guidance*.

Os aspectos metodológicos listados acima diferenciam o atual estudo das pesquisas de Silva *et al.* (2016) e Souza *et al.* (2018), já que esses investigaram somente a relação entre divulgação de *guidance* e gerenciamento de resultados, enquanto o atual estudo vai além e identifica como o gerenciamento de resultados explica não só a divulgação, mas também o atingimento do *guidance* divulgado.

Dessa forma, e com o propósito de se obter mais clareza sobre o tema em questão, buscam-se respostas para o seguinte questionamento: **O atingimento do *guidance* divulgado por empresas brasileiras é explicado pelas práticas de gerenciamento de resultados contábeis?**

Acredita-se que este estudo pode oferecer uma contribuição empírica substancial à academia e ao mercado sobre evidências relativas à prática de gerenciamento de resultados por empresas brasileiras com o intuito de atingir o *guidance* divulgado.

Os resultados obtidos também poderão servir de *report* para as companhias e os órgãos normatizadores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ao incentivarem a publicação de orientações que restrinjam o gerenciamento de expectativas no mercado realizado pelas empresas no intuito de coibir práticas de gerenciamento de resultados contábeis e visando aumentar a qualidade da informação contábil.

O ambiente brasileiro acaba sendo propício para práticas oportunistas, uma vez que os mercados emergentes, como é o caso do Brasil, são marcados por instabilidade política e econômica, caracterizados por um ambiente institucional com baixa proteção legal a investidores minoritários, o que diverge dos mercados dos países desenvolvidos (Martins & Barros, 2021). Assim, diferente dos estudos internacionais apontados acima, o presente estudo busca contribuir com a literatura ao investigar a prática de gerenciamento de resultados no ambiente brasileiro.

No ambiente acadêmico, o resultado desta pesquisa poderá contribuir para uma reflexão sobre as formas de gerenciamento de expectativas a partir da divulgação de projeções realizadas pelas companhias. O objetivo é propor métodos de geração de projeções mais compatíveis com a capacidade das empresas e reduzir os incentivos à prática de gerenciamento de resultados contábeis.

Além disso, o presente estudo inova ao relacionar o gerenciamento de resultados contábeis com uma variável *dummy* que evidencia se a empresa é suspeita de gerenciar seus resultados para atingir o *guidance* divulgado. Essa variável foi adaptada do estudo de Medeiros, Paulo, Melo e Mota (2019), que analisou a previsão de analistas e consiste em comparar o *guidance* divulgado pela gestão da companhia com a variável efetivamente realizada. Metodologicamente, o procedimento foi avaliar se a interação entre a *dummy* de suspeição e a prática de gerenciamento de resultados explica o atingimento do *guidance* divulgado por empresas brasileiras para que fosse possível identificar o uso de práticas oportunistas.

2. Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento de resultados

Os usuários das demonstrações contábeis devem ter a certeza de que as informações relatadas pela empresa, nas quais baseiam suas decisões, são precisas e refletem a sua realidade econômica. Dessa forma, as demonstrações devem fornecer informações relevantes sobre o desempenho econômico-financeiro e a situação patrimonial da entidade, e que subsidiem o processo decisório. Alfraih, Alanezi e Alanzi (2015) identificaram a relevância como um dos principais atributos da qualidade da informação contábil.

A qualidade da informação contábil pode ser definida como a medida na qual os ganhos reportados representam fielmente a situação econômica implícita e o grau em que os resultados apresentados refletem os conceitos básicos de contabilidade (Mazzioni & Klann, 2018).

A qualidade da informação contábil é um conceito que pode ser medido por meio de diversas variáveis, havendo cinco mais frequentes: relevância, persistência, conservadorismo, gerenciamento de impressões e gerenciamento de resultados (Barth, Landsman & Lang, 2008; Lopes & Walker, 2008; Almeida *et al.*, 2012).

De acordo com Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados contábeis ocorre quando o gestor faz determinadas escolhas contábeis, visando influenciar a interpretação dos *stakeholders* acerca do desempenho da companhia, ou atingir metas contratuais específicas, baseadas em variáveis contábeis.

Segundo Gunny (2005), o gestor pode utilizar três categorias de gerenciamento de resultados: contabilidade fraudulenta, gerenciamento de *accruals* (por meio da escolha de métodos contábeis) e gerenciamento das atividades operacionais (por meio de decisões econômicas). Importa destacar que, contrariando Gunny (2005), alguns autores defendem que o gerenciamento de resultados contábeis ocorre dentro dos limites da legislação, e que, em caso contrário, ocorre a fraude (Dechow & Skinner, 2000; Martinez, 2001), definida pela National Association of Certified Fraud Examiners (1993) como o ato intencional para enganar os *stakeholders* e lhes causar perda financeira.

O gerenciamento por atividades operacionais ocorre quando as decisões do gestor desviam as operações normais da entidade com o objetivo de atingir determinadas metas de resultado (Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006; Paulo, 2007).

No mesmo sentido, convém afirmar que o gerenciamento por decisões operacionais constitui uma forma de manipulação das informações contábeis motivada pelo objetivo de persuadir os usuários, de modo a fazê-los acreditar que os objetivos financeiros da empresa foram atingidos no curso normal de suas operações.

Ainda sobre as categorias de gerenciamento de resultados contábeis, Martinez e Cardoso (2009) afirmam que são raras as pesquisas voltadas para a investigação do gerenciamento pela perspectiva das atividades operacionais, e destacam no Brasil estudos como os de Cupertino *et al.* (2016) e Rodrigues, Paulo e Melo (2017). No entanto, há diversas pesquisas empíricas com foco no gerenciamento de *accruals*.

Importa destacar que a discricionariedade no uso de *accruals* faz parte do processo contábil, e que as escolhas contábeis permeiam as relações empresariais (Araújo, 2019). Ressalta-se que as escolhas de mensuração e evidenciação devem ser as mais fidedignas para representar a realidade da empresa. No entanto, diante dos conflitos de interesses entre agente e principal, a discricionariedade permite o julgamento pessoal do gestor para finalidades não voltadas para propiciar a visão fidedigna da situação econômica, financeira e/ou patrimonial da firma. Assim, facilitada por um contexto corporativo de assimetria informacional entre gestor e *stakeholders*, a propensão à prática do gerenciamento de resultados contábeis será aumentada em decorrência de incentivos contratuais, incentivos regulatórios e incentivos relacionados ao mercado de capitais (Baptista, 2008).

No que tange aos incentivos relacionados ao mercado de capitais, esses dizem respeito à possibilidade da prática do gerenciamento de resultados contábeis mediante gerenciamento dos lucros, procurando-se impactar o valor da firma (Holanda, 2012), e podem existir no intuito de reduzir a cotação da ação ou para mantê-la em patamar elevado (Baptista, 2008). Estão relacionados à busca pelo atingimento de metas, da expectativa dos analistas e investidores; ou seja, a empresa procura não desapontar o mercado (Baptista, 2008).

Nesse sentido, umas das principais metas de lucros que os gestores buscam alcançar é a previsão dos analistas (DeGeorge; Patel; Zeckhauser, 1999). Segundo Yu (2008), essas previsões influenciam significativamente as decisões dos investidores; conforme Paulo (2007), por essa razão, acabam sendo um dos maiores incentivos ao gerenciamento de resultados contábeis.

Diversos estudos encontraram evidências de que as empresas que atingem ou superam lucros de períodos anteriores, ou as previsões de analistas, obtêm maiores retornos (Barth, Kasznik & McNichols, 2001; Myers, Myers & Skinner, 2007). Portanto, reportar lucros próximos à previsão de analistas acaba sendo almejado por gestores e demais atores do mercado (Medeiros *et al.* 2019). Desse modo, os gestores podem ser estimulados a gerenciar os números contábeis para atender à previsão dos analistas (Martins, Paulo & Monte, 2016; Zhang, Perols, Robinson & Smith, 2018).

Assim como a previsão de analistas, a gestão da companhia elabora prospecções acerca do seu desempenho futuro, por meio de informações quantitativas e qualitativas, podendo ser valores contábeis e/ou volumes de produção, entre outros, denominadas *guidance*. A divulgação do *guidance* sinaliza para o mercado um nível de desempenho a ser alcançado, pelo fato de a empresa estar disposta a assumir esse compromisso perante os acionistas. Assim, o gestor passa a se responsabilizar pela geração de caixa de valor suficiente para honrar seus compromissos, inclusive com o mercado de capitais.

Dessa forma, assim como a previsão de analistas, à medida que a companhia faz a divulgação do *guidance*, o gestor pode ser incentivado a gerenciar os números contábeis visando atingir determinadas “metas” de referência, que podem estar acima ou abaixo do resultado do período, já que o atendimento às expectativas do mercado por meio do atingimento de projeções divulgadas pode maximizar o seu próprio bem-estar e/ou o valor da firma. Assim, o gestor pode ser motivado a gerenciar os resultados para obter algum retorno esperado, seja para ele próprio, seja para a firma.

2.2 *Guidance*

A palavra *guidance* é usada como simplificação do termo *earnings guidance*, e, segundo Mahoney (2008), consiste em uma previsão de determinados resultados financeiros, ou números, pela empresa que o fornece. O *guidance* pode incluir projeções de receita, fluxo de caixa, margem de lucro, assim como expectativas envolvendo dispêndios de capital e outros determinantes de valor. É divulgado para usuários externos e apresenta prognósticos trimestrais e/ou anuais sobre determinantes de valor corporativo, geralmente de empresas de capital aberto e com ações negociadas em bolsa.

Ao realizar a divulgação do *guidance*, a companhia espera obter retornos por meio da redução da volatilidade de suas ações e, conseqüentemente, do aumento de seu valor de mercado. Nesse sentido, Souza *et al.* (2018) apontam que essas projeções afetam o mercado de capitais, envolvendo itens como a cotação das ações e o custo de capital. Brennan e Merkl-Davies (2013) relatam que as empresas gerenciam o conteúdo dos seus relatórios de *guidance* na comunicação com o mercado financeiro intencionalmente para influenciar os *stakeholders*.

No Brasil, a divulgação do *guidance* é facultativa; no entanto, as empresas que o fazem devem incluí-lo no Formulário de Referência, prática que vem crescendo ao longo dos últimos anos. Convém destacar que, caso a empresa decida divulgar o *guidance*, é obrigatória a divulgação igual para todos os investidores.

Ao investigar as características do *guidance* divulgado pelas maiores companhias abertas (em valor de mercado de 2011), Brandão *et al.* (2014) descobriram que 44,8% das empresas evidenciam projeções, sendo que 38,5% também fazem análise das projeções referentes a períodos passados.

Arantes, Dias e Soares (2020) analisaram os efeitos da divulgação do *guidance* no comportamento empresarial e avaliaram os setores e as empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Os resultados apontam que a informação prospectiva pode influenciar os *stakeholders*, e que 39% das empresas fizeram divulgação de *guidance*, sendo mais recorrente naquelas de setores regulados. Além disso, constataram a predominância de divulgação de relatórios qualitativos.

Diferentemente dos estudiosos que os antecederam, Silva *et al.* (2016) procuraram verificar se as companhias brasileiras que divulgaram o *guidance* em 2014 gerenciaram seus resultados com mais intensidade do que as companhias que não o evidenciaram. O estudo encontrou indícios de que as empresas que divulgam o *guidance* gerenciam seus resultados com mais intensidade do que as que não fazem esse tipo de divulgação.

Na mesma ótica, Souza *et al.* (2018) investigaram se a divulgação do *guidance* nas companhias que compõem o índice Ibovespa influencia o gerenciamento de resultados contábeis por meio de escolhas contábeis com *accruals* discricionários. A amostra do estudo reuniu 43 empresas cujas ações constituíam o índice Ibovespa no período de 2011 a 2016. Os resultados indicaram que a divulgação do *guidance* influencia o gerenciamento de resultados contábeis quando as projeções incluem variáveis relacionadas ao resultado (lucros ou Ebitda).

Observa-se que os estudos sobre companhias brasileiras encontraram indícios de que há diferentes níveis de gerenciamento de resultados contábeis entre as empresas que fazem a divulgação do *guidance* e as que não fazem (Silva *et al.*, 2016; Souza *et al.*, 2018).

Ao analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e a divulgação do *guidance*, Kraft, Lee e Lopatta (2014) investigaram se as empresas são mais propensas a atingir suas projeções utilizando *accruals* discricionários quando os *insiders* (CEO, CFO e COO) planejam comprar ou vender suas ações. Os autores verificaram que os níveis mais altos de gerenciamento de resultados contábeis estão associados a um aumento da probabilidade de atingimento do *guidance* divulgado.

Lin, Radhakrishnan e Su (2006) investigaram se os gestores utilizam o gerenciamento de resultados contábeis e o *guidance* para atender às expectativas dos analistas de mercado, e constataram que a divulgação conservadora do *guidance* e a utilização de *accruals* discricionários positivos aumenta a probabilidade de atingir ou superar as previsões dos analistas quanto ao lucro. Ao analisarem empresas do Reino Unido, Athanasakou, Strong e Walker (2008) obtiveram achados semelhantes.

Na mesma linha de raciocínio, ao examinar tanto o uso do gerenciamento de resultados contábeis (por *accruals* e atividades reais) quanto o do *guidance*, Zhang *et al.* (2018) verificaram que as empresas que atingem a previsão de analistas por um curto período tendem a manipular seus resultados por *accruals*. Já as empresas que atingem as previsões por um longo período utilizam os dois tipos de gerenciamento, sendo ainda mais intenso o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals*.

Athanasakou *et al.* (2008), Silva *et al.* (2016), Zhang *et al.* (2018) e Souza *et al.* (2018) corroboram os achados de Lin *et al.* (2006). Isso porque afirmam que os gestores praticam o gerenciamento de resultados desejando atender às previsões do desempenho futuro, atender às expectativas dos analistas e alcançar resultados positivos ou metas que proporcionem maiores compensações aos gestores.

Nesse sentido, e investigando empresas dos EUA, Jaggi e Sannella (1995) e Kasznik (1999) evidenciaram que o gestor é estimulado a gerenciar os resultados de modo a atender às suas próprias previsões. Segundo concluíram Krishnan *et al.* (2012), após observarem a ótica dos auditores, a divulgação de projeções (*guidance*) representa maior propensão ao gerenciamento de resultados contábeis.

Assim, a partir dos estudos de Jaggi e Sannella (1995), Lin *et al.* (2006) e Athanasakou *et al.* (2008), Krishnan *et al.* (2012) e Zhang *et al.* (2018), no âmbito internacional, e Silva *et al.* (2016) e Souza *et al.* (2018), no âmbito nacional, aponta-se que, para atender às expectativas do mercado, o gestor é estimulado a atingir determinadas metas, e que a divulgação do *guidance* poderia impulsionar a prática do gerenciamento de resultados contábeis, já que o gestor utilizaria as escolhas contábeis para apresentar metas estabelecidas ou reduzir a variabilidade dos lucros, passando para o mercado uma menor percepção de risco. Diante do exposto, apresenta-se a hipótese do estudo, a saber:

Hipótese da pesquisa: As empresas brasileiras utilizam as práticas de gerenciamento de resultados para atingir o *guidance* divulgado.

Assim, percebe-se que, ao fazer a divulgação do *guidance*, o gestor se sente motivado a adotar escolhas contábeis no intuito de gerenciar resultados e evitar ou suavizar erros de projeção. Portanto, o *guidance* pode ser considerado um dos incentivos relacionados ao mercado para a intensificação da prática de gerenciamento de resultados contábeis.

3. Metodologia

A pesquisa classifica-se como quantitativa, dada a aplicação de técnicas estatísticas para a análise dos dados (Richardson & Peres, 2008); descritiva, haja vista que tem por propósito descrever as características de determinada população ou fenômeno, ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis (Gil, 2010); e documental, uma vez que utiliza o conteúdo divulgado em relatórios anuais das empresas da amostra e em formulários específicos para cada uma delas.

A amostra do estudo reuniu companhias listadas na B3 no período de 2010 a 2020. No total, foram analisadas 399 empresas, o que resultou em 4.389 observações. Verificou-se que 125 empresas divulgaram o *guidance*, em pelo menos um exercício, dentro do período analisado, e 274 optaram por não divulgar o *guidance*.

Inicialmente, foi verificada a divulgação do *guidance*. Na sequência, as empresas que o divulgam foram separadas daquelas que não o divulgam, sendo analisada a divulgação do *guidance* das empresas do primeiro grupo.

Conseqüentemente, foi coletado o *guidance* divulgado pelas companhias acerca de indicadores contábeis e de desempenho, entre eles: Ebitda (inclui dados de Ebitda, Ebitda ajustado, Margem Ebitda e Margem Ebitda ajustada), lucro líquido, fluxo de caixa operacional e receita líquida. A seleção dessas variáveis baseou-se nos estudos de Folster (2016) e Souza *et al.* (2018), que se utilizaram dos referidos indicadores como métrica para cálculo do *guidance*. Na Tabela 1, é possível identificar a divulgação do *guidance* dessas variáveis pelas companhias analisadas da amostra.

Tabela 1

Divulgação de *guidance* das variáveis do estudo

| Divulgação | N.º de empresas | N.º de observações |
|----------------------------|-----------------|--------------------|
| Ebitda | 30 | 114 |
| Receita Líquida | 34 | 121 |
| Lucro Líquido | 8 | 21 |
| Fluxo de Caixa Operacional | 3 | 8 |

Fonte: elaborada pelos autores.

Acerca das 125 empresas da amostra que fizeram a divulgação do *guidance* no período de 2010 a 2020, observou-se que 30 delas efetuaram a divulgação acerca do Ebitda, enquanto 34 fizeram a divulgação de projeções da receita líquida, 8 o fizeram acerca de lucro líquido, e 3 acerca do fluxo de caixa operacional e as demais ou não fizeram a divulgação ou fizeram de outros indicadores.

Convém destacar que, das 691 observações relacionadas às empresas que divulgaram o *guidance* no período analisado, 114 referem-se ao Ebitda, 121 referem-se à receita líquida, 21 aludem ao lucro líquido e 8 referem-se ao fluxo de caixa operacional e as demais ou não fizeram a divulgação ou fizeram de outros indicadores.

Na sequência, foi estimado o erro no atingimento do *guidance* divulgado pelas empresas da amostra, por meio da adaptação da operacionalização utilizada por Martins *et al.* (2016), Mota *et al.* (2017), e Medeiros *et al.* (2019), os quais avaliaram o atingimento das projeções de analistas. O erro no atingimento do *guidance* divulgado consiste em comparar a projeção da variável com o seu valor real e verificar o quanto o *guidance* se distanciou da variável efetivamente realizada. A operacionalização dessa variável está apresentada no Quadro 1.

Em seguida, assim como observado nos estudos de Mota *et al.* (2017) e Medeiros *et al.* (2019), foram levantados os níveis de gerenciamento de resultados contábeis, tanto por escolhas contábeis quanto por decisões operacionais, por meio dos modelos Jones Modificado (1995), Pae (2005), Paulo (2007) e de Roychowdhury (2006), sendo os três primeiros modelos de estimação dos *accruals* discricionários, enquanto o último foi empregado do estudo para mensurar o nível de gerenciamento por decisões operacionais.

O modelo Jones Modificado (1995) procura controlar o efeito das mudanças nas circunstâncias econômicas da empresa sobre os *accruals*, além de reduzir o incremento nas contas a receber das variações das vendas. O modelo proposto por Pae (2005) tem como principal atributo o aumento do poder preditivo do modelo de Jones e Jones Modificado, por meio da inclusão de variáveis que representem o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos *accruals* anteriores (Paulo, 2007). Com relação ao modelo de Paulo (2007), Rodrigues, Melo e Paulo (2018) apontam que ali são discutidos os problemas teóricos encontrados nos modelos anteriores (Setorial, Jones, Jones Forward Looking, KS, Pae), e procura corrigi-los, o que justifica a sua escolha. Destaca-se que o modelo de Paulo (2007) controla os efeitos dos fluxos de caixa, dos resultados, das reversões dos *accruals*, da não linearidade do conservadorismo contábil e do setor econômico.

O modelo Roychowdhury (2006) proporcionou grande contribuição às pesquisas nos Estados Unidos da América relacionadas a manipulações operacionais, ao apresentar evidências de manipulação de atividades operacionais pelo nível anormal do fluxo de caixa operacional (CFO), por despesas discricionárias (DESP) e pelos custos de produção no mercado de capitais daquele país (PROD). Esses valores estimados ainda compõem uma medida agregada utilizada nesse estudo denominadas REM1, que corresponde aos erros de estimação dos custos de produção e das despesas operacionais, de forma que essa medida visa indicar que as firmas com maiores valores para REM1 utilizam-se das decisões operacionais para apresentar resultados superiores ao seu real valor.

Para o teste de hipótese, foi utilizada a análise de regressão com dados em painel, dada a necessidade de se estudar um conjunto de empresas ao longo de um período específico, assumindo-se uma relação de dependência, na qual o erro no atingimento do *guidance* divulgado (variável dependente) é influenciado pelo nível de gerenciamento de resultados (variável independente). Em função da ausência de dados para algumas empresas analisadas, no período de 2010 a 2020, as amostras consideradas integram um Painel Desbalanceado.

Os modelos utilizaram como variáveis dependentes o erro no atingimento do *guidance* de duas variáveis: o Ebitda e a receita líquida. As demais variáveis – lucro líquido e fluxo de caixa operacional – foram excluídas da análise de regressão, por não apresentarem observações em número estatisticamente significativo.

Foram utilizadas variáveis de controle que envolvem desempenho financeiro e características específicas, como tamanho (TAM), rentabilidade sobre o Ativo (ROA), alavancagem (ALAV), emissão de *American Depositary Receipt* (ADR), firma de auditoria (BIG4) e nível de governança corporativa (GOV), as quais são costumeiramente utilizadas nos estudos sobre gerenciamento de resultados contábeis (Roychowdhury, 2006; Paulo, 2007; Cupertino *et al.*, 2016; Paulo & Mota, 2019) e *guidance* (Brandão *et al.*, 2013; Brandão *et al.* 2014; Macedo Neto, Vasconcelos, De Luca & Figueirêdo Júnior, 2014; Folster, 2016; Souza *et al.*, 2018).

A Equação 1 representa o modelo geral a ser adotado.

$$ERRO_{it} = \beta_1 + \beta_2 GR_{it} + \beta_3 Dummy_SUS_{it} + \beta_4 Dummy_SUS_{it} \times GR_{it} + \beta_5 Dummy_ADR_{it} + \beta_6 Dummy_BIG4_{it} + \beta_7 Dummy_GOV_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} ALV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (Equação 1)$$

No Quadro 1, são discriminadas as variáveis utilizadas no modelo proposto nesta pesquisa e apresentadas na Equação 1.

Quadro 1

Variáveis do estudo

| Tipo | Descrição | Sigla/abreviação | Sinal esperado | Operacionalização | Referência |
|--------------|--|------------------|----------------|--|---|
| Dependente | Erro no atingimento do <i>guidance</i> divulgado | ERRO | | (VARPrevisto – VARReal / VARPrevisto) | Martins <i>et al.</i> (2016); Medeiros <i>et al.</i> (2019); Mota <i>et al.</i> (2017) |
| Independente | Nível de gerenciamento de resultados contábeis | GR | - | Jones Modificado (1995) Pae (2005) Paulo (2007) Roychowdhury (2006) | Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Souza <i>et al.</i> (2018); Viana Júnior, Domingos e Ponte (2017) |
| Controle | Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) | ROA | - | Ebitda/Lucro Líquido | Folster (2016); Macedo Neto <i>et al.</i> (2014); Souza <i>et al.</i> (2018) |
| Controle | Alavancagem financeira | ALV | - | Passivo/Ativo | Sousa <i>et al.</i> (2018) |
| Controle | Tamanho da empresa | TAM | - | Logaritmo natural do valor de mercado | Souza <i>et al.</i> (2018) |
| Controle | Emissão de ADR | ADR | - | 1, se a empresa estiver listada em bolsa de valores estrangeira 0, no caso contrário | Macedo Neto <i>et al.</i> (2014) |
| Controle | Firma de auditoria | BIG4 | - | 1, se a empresa for auditada pela Ernest & Young, pela Deloitte, pela PwC ou pela KPMG 0, no caso contrário | Zhang <i>et al.</i> (2018) |
| Controle | Nível de governança corporativa | GOV | - | Valor 1, se a empresa for listada em um dos níveis diferenciados de governança corporativa da B3 Valor 0, no caso contrário | Macedo Neto <i>et al.</i> (2014) |
| Independente | Dummy_Suspeita | Dummy_SUS | - | Valor 1, se o atingimento do <i>guidance</i> está entre -5% e 5% Valor 0, no caso contrário | Medeiros <i>et al.</i> (2019) |

Fonte: elaborado pelos autores.

Os dados coletados neste estudo foram processados mediante a utilização de planilhas eletrônicas do Excel e dos *softwares* Stata e SPSS.

4. Resultados

No sentido de introduzir um conhecimento geral acerca da natureza da amostra, a Tabela 2 apresenta algumas estatísticas descritivas referentes às variáveis operacionais da pesquisa.

Tabela 2
Estatística descritiva

| Variável | N.º de observações | Média | Desvio-padrão | Coefficiente de variação | Mínimo | Mediana | Máximo |
|-----------------------------|--------------------|---------|---------------|--------------------------|---------|---------|---------|
| ERRO | 183 | 0,0565 | 0,1367 | 2,4193 | -0,1554 | 0,0201 | 0,3906 |
| Tam | 151 | 13,5227 | 1,8213 | 0,1346 | 9,0742 | 13,8860 | 15,7454 |
| Roa | 136 | 3,3219 | 3,1882 | 0,6559 | 0,4287 | 2,1798 | 12,2639 |
| Alav | 177 | 0,6329 | 0,1780 | 0,4969 | 0,2909 | 0,6267 | 1,0235 |
| Dechow <i>et al.</i> (1995) | 161 | 0,0006 | 0,0539 | 87,8004 | -0,1011 | 0,0078 | 0,0941 |
| Pae (2005) | 174 | 0,0014 | 0,0379 | 270,5057 | -0,0847 | 0,0061 | 0,0642 |
| Paulo (2007) | 174 | 0,0002 | 0,0083 | 43,6965 | -0,0152 | -0,0008 | 0,0178 |
| PROD | 174 | -0,0037 | 0,0473 | -127,9765 | -0,0899 | 0,0013 | 0,0848 |
| DESP | 176 | 0,0001 | 0,0138 | 124,7807 | -0,0276 | 0,0004 | 0,0230 |
| REM1 | 174 | -0,0007 | 0,0510 | -74,9316 | -0,1030 | 0,0017 | 0,0824 |

Fonte: elaborada pelos autores.

A partir dos dados da Tabela 2, observa-se, no que tange à variável ERRO, que ao comparar o *guidance* com o realizado, em média, as empresas destoam em 5,65%. Dessa forma, observa-se que, em média, as empresas atingem 94,35% do *guidance* evidenciado no Formulário de Referência. No entanto, algumas empresas apresentam números muito distantes do previsto, condizentemente com os valores máximo e mínimo destacados na citada tabela.

Com relação às variáveis *dummy*, observa-se que quase da metade das empresas atinge o *guidance* divulgado (DummySusp), e que menos de 16% delas são emissoras de ADR (DummyADR). Já a grande maioria das empresas é auditada por *Big Four* (DummyBIG4) e está vinculada a segmentos de listagem diferenciados (DummySegList).

As variáveis Tamanho (TAM) e ROA apresentam desvios-padrão elevados em relação à média, o que denota uma heterogeneidade na amostra, já que os valores das variáveis para as empresas variam muito. Já a variável ALAV não apresenta multiplicidade das variáveis anteriores. Destaca-se que resultados similares foram obtidos por Souza *et al.* (2018).

Convém destacar que as *proxies* de gerenciamento de resultados são as variáveis que apresentam menores desvios-padrão e médias dentro do patamar discutido por outros estudiosos, como, por exemplo, Medeiros *et al.* (2019) e Paulo e Mota (2019), que apontam a padronização das práticas contábeis e a regulação de mercado de capitais como fatores limitadores de manipulações nos resultados financeiros e, portanto, apresentam menor variabilidade dos dados em torno da média.

Por conseguinte, diante do teste de normalidade, verificou-se que os dados apresentam distribuição não normal. Portanto, para fins de análise, recomenda-se o uso da correlação não paramétrica de Spearman (Levin & Fox, 2004). A Tabela 3 apresenta a matriz das correlações de Spearman das variáveis utilizadas no presente estudo.

Tabela 3

Matriz de Correlação de Spearman

| Variável | ERRO | Dummy Susp | Dummy ADR | Dummy Big4 | Dummy SegList | TAM | ROA | ALAV |
|-----------------------------|---------|------------|-----------|------------|---------------|---------|---------|---------|
| ERRO | 1 | -0,3807 | -0,0741 | -0,1443 | -0,2140 | -0,3822 | 0,0327 | 0,1917 |
| DummySusp | -0,3807 | 1 | 0,0207 | 0,1148 | 0,1821 | 0,2841 | -0,1237 | -0,2532 |
| DummyAdr | -0,0741 | 0,0207 | 1 | 0,0496 | 0,1520 | 0,3473 | 0,0717 | 0,1706 |
| DummyBig4 | -0,1443 | 0,1148 | 0,0496 | 1 | -0,0055 | 0,3048 | -0,1688 | -0,3123 |
| DummySegList | -0,2140 | 0,1821 | 0,1520 | -0,0055 | 1 | 0,4708 | 0,0017 | -0,2875 |
| TAM | -0,3822 | 0,2841 | 0,3473 | 0,3048 | 0,4708 | 1 | -0,0593 | -0,3764 |
| ROA | 0,0327 | -0,1237 | 0,0717 | -0,1688 | 0,0017 | -0,0593 | 1 | 0,3840 |
| ALAV | 0,1917 | -0,2532 | 0,1706 | -0,3123 | -0,2875 | -0,3764 | 0,3840 | 1 |
| Dechow <i>et al.</i> (1995) | -0,0044 | 0,0784 | 0,0331 | 0,0350 | 0,0659 | 0,1404 | 0,1595 | -0,1583 |
| Pae (2005) | -0,0520 | 0,1154 | 0,0122 | 0,0762 | 0,1050 | 0,1268 | 0,0482 | -0,2421 |
| Paulo (2007) | -0,0618 | -0,0110 | 0,1403 | 0,0171 | -0,1423 | 0,0393 | 0,0220 | -0,0566 |
| PROD | 0,2081 | 0,0289 | 0,0689 | -0,0710 | -0,0263 | 0,0025 | 0,0763 | 0,2091 |
| DESP | -0,0734 | 0,1838 | 0,0651 | 0,0683 | 0,1928 | 0,2457 | -0,1377 | -0,2723 |
| REM1 | 0,1891 | 0,0718 | 0,0818 | -0,0429 | 0,0376 | 0,0729 | 0,0465 | 0,1260 |

Continuação...

| Variável | Dechow <i>et al.</i> (1995) | Pae (2005) | Paulo (2020) | PROD | DESP | REM1 |
|-----------------------------|-----------------------------|------------|--------------|---------|---------|---------|
| ERRO | -0,0044 | -0,0520 | -0,0618 | 0,2081 | -0,0734 | 0,1891 |
| DummySusp | 0,0784 | 0,1154 | -0,0110 | 0,0289 | 0,1838 | 0,0718 |
| DummyAdr | 0,0331 | 0,0122 | 0,1403 | 0,0689 | 0,0651 | 0,0818 |
| DummyBig4 | 0,0350 | 0,0762 | 0,0171 | -0,0710 | 0,0683 | -0,0429 |
| DummySegList | 0,0659 | 0,1050 | -0,1423 | -0,0263 | 0,1928 | 0,0376 |
| TAM | 0,1404 | 0,1268 | 0,0393 | 0,0025 | 0,2457 | 0,0729 |
| ROA | 0,1595 | 0,0482 | 0,0220 | 0,0763 | -0,1377 | 0,0465 |
| ALAV | -0,1583 | -0,2421 | -0,0566 | 0,2091 | -0,2723 | 0,1260 |
| Dechow <i>et al.</i> (1995) | 1 | 0,6941 | 0,3502 | 0,1292 | 0,1470 | 0,1570 |
| Pae (2005) | 0,6941 | 1 | 0,3098 | -0,0510 | 0,2144 | 0,0021 |
| Paulo (2007) | 0,3502 | 0,3098 | 1 | -0,1581 | -0,0062 | -0,1510 |
| PROD | 0,1292 | -0,0510 | -0,1581 | 1 | 0,0884 | 0,9500 |
| DESP | 0,1470 | 0,2144 | -0,0062 | 0,0884 | 1 | 0,3670 |
| REM1 | 0,1570 | 0,0021 | -0,1510 | 0,9500 | 0,3670 | 1 |

Legenda: valores em negrito indicam a significância.

Fonte: elaborada pelos autores.

Primeiramente, convém destacar que não se constataram elevados índices de correlação, mitigando-se a possibilidade de linearidade entre as variáveis. A partir das correlações apresentadas na Tabela 3, destaca-se que as variáveis ERRO e DummySusp apontaram correlação negativa e significativa, conforme já esperado, uma vez que, se o erro estiver entre -0,05 e 0,05, a empresa é considerada suspeita de gerenciar resultados para atingir o *guidance* divulgado. Nesse sentido, quando menor, a variável ERRO – quanto mais próximo o *guidance* realizado do *guidance* divulgado – mais suspeita de gerenciar para atingir essa divulgação é a empresa. Também se observa uma correlação negativa e significativa da variável ERRO com as variáveis DummyBIG4, DummySegList e TAM, o que denota que a contratação de firmas de auditoria específicas, a participação em segmentos diferenciados de governança corporativa e o tamanho da empresa estão correlacionados ao seu grau de “assertividade” na divulgação de projeções. Ainda sobre a variável ERRO, observa-se uma correlação positiva e significativa com a variável ALAV, o que indica que as empresas mais endividadas são mais propensas a se distanciarem na realização das projeções divulgadas. Com relação às variáveis PROD e REM1, observa-se correlação positiva e significativa, o que sugere que o erro no atingimento do *guidance* divulgado é explicado pelo gerenciamento por decisões operacionais.

Assim como constatado pela variável ERRO, a variável DummySusp apresentou coeficientes significantes com as variáveis DummySegList, TAM e ALAV, porém com todos os sinais contrários. Esses resultados podem sugerir que as empresas participantes de segmentos de listagem diferenciados, empresas de maior porte e empresas menos endividadas tendem a ser mais precisas na divulgação de suas projeções.

Os *accruals* discricionários estimados pelos modelos de Dechow *et al.* (1995), Pae (2005) e Paulo (2007) apresentam-se positiva e significativamente correlacionados. Além disso, os *accruals* discricionários estão correlacionadas positivamente com DummyADR e negativamente com ROA e ALAV. Confrontando-se com o estudo de Souza *et al.* (2018), observa-se que os resultados são similares em significância e sinal da variável ROA, e apenas em significância para a variável ALAV.

Para a verificação da hipótese apresentada neste estudo, foi utilizada a análise de regressão com dados em painel, em razão da necessidade de se estudar um conjunto de empresas ao longo de um determinado período, assumindo-se uma relação de dependência, na qual o erro no atingimento do *guidance* divulgado (variável dependente) da empresa é influenciado pelo nível de gerenciamento de resultados (variável independente), conforme apresentado na metodologia. O Painel Desbalanceado minimiza o viés de sobrevivência da amostra, dado que uma empresa precisaria divulgar o mesmo indicador em todos os anos analisados.

Foi considerada a variável DummySusp, como forma de controlar as empresas que seriam suspeitas de gerenciar seus resultados para atingir o *guidance* divulgado. E, como forma de se intensificar as evidências do presente estudo, gerou-se uma variável interativa do DummySusp com o nível de gerenciamento de resultados. A significância dessa variável representa a magnitude combinada das variáveis de suspeição e de gerenciamento de resultados.

Além disso, e visando melhorar o poder preditivo do modelo, incorporando variáveis que podem afetar a busca das empresas pelo atingimento do *guidance* divulgado, foram inseridas no modelo as variáveis TAM, ROA, ALAV, Dummy ADR, Dummy Big4 e DummySegList.

Foram realizados os testes de Chow, LM de Breusch-Pagan e Hausman, com o intuito de se definir o modelo mais indicado (efeitos fixos, efeitos aleatórios ou POLS). O teste de Chow compara o modelo POLS com o de efeitos fixos, e rejeita a hipótese do POLS. Posteriormente, realizou-se o teste LM de Breusch-Pagan, que confronta o modelo POLS com o de efeitos aleatórios, novamente rejeitando-se a hipótese de regressão agrupada (POLS). Por fim, o Teste de Hausman confrontou o modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios, definindo-se este último como o mais adequado.

Tabela 4

Regressões derivadas do modelo geral do estudo

| Modelo Geral | | | | | | |
|--|-------------|------------|------------|-------------------------|------------|------------|
| $ERRO_{it} = \beta_1 + \beta_2 GR_{it} + \beta_3 Dummy_SUSP_{it} + \beta_4 Dummy_SUSP_{it} \times GR_{it} + \beta_5 Dummy_ADR_{it} + \beta_6 Dummy_BIG4_{it} + \beta_7 Dummy_SegList_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} ALAV_{it} + \epsilon_{it}$ | | | | | | |
| Variável | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 | Modelo 4 ⁽¹⁾ | Modelo 5 | Modelo 6 |
| | Coeficiente | | | | | |
| Dechow <i>et al.</i> (1995) | 0,0012 | | | | | |
| Pae (2005) | | -0,1013 | | | | |
| Paulo (2007) | | | -3,2709* | | | |
| Prod | | | | 1,2361** | | |
| Desp | | | | | 0,5349 | |
| REM1 | | | | | | 1,0705*** |
| DummySusp | -0,0839*** | -0,0967*** | -0,0942*** | -0,0648** | -0,0966*** | -0,0989*** |
| DummySusp x Dechow <i>et al.</i> (1995) | 0,3006 | | | | | |
| DummySusp x Pae (2005) | | 0,2117 | | | | |
| DummySusp x Paulo (2007) | | | 5,2634* | | | |
| DummySusp x Prod | | | | -1,1973* | | |
| DummySusp x Desp | | | | | -0,1787 | |
| DummySusp x REM1 | | | | | | -1,1350** |
| DummyAdr | 0,0976 | 0,0886 | 0,0923 | 0,0500 | 0,0876 | 0,0990* |
| DummyBig4 | -0,0872 | -0,0424 | -0,0192 | -0,0275 | -0,0396 | -0,0242 |
| DummySegList | 0,0161 | 0,0058 | -0,0103 | 0,0375 | 0,0003 | 0,0136 |
| TAM | -0,0326** | -0,0297** | -0,0289** | -0,0109 | -0,0309** | -0,0327*** |
| ROA | -0,0016 | -0,0004 | -0,0003 | -0,2164 | -0,0003 | 0,0010 |
| ALAV | 0,2389 | 0,2458 | 0,2874** | 0,4324** | 0,2525* | 0,2398* |
| Constante | 0,2823 | 0,2979 | 0,2973 | 0,0015 | 0,3039 | 0,2848 |
| | Descrição | | | | | |
| Observações | 108 | 120 | 120 | 110 | 120 | 120 |
| Prob > chi2 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |
| R ² overall | 0,5239 | 0,5124 | 0,5295 | 0,4944 | 0,5135 | 0,5736 |

Legenda: (*) Significante a 10%; (**) Significante a 5%; (***) Significante a 1%.

O número de observações foi reduzido, pois o Modelo de Jones Modificado, utilizado para estimar os *accruals*, considera os dados relativos às contas a receber, ao contrário de outros modelos, o que impacta a quantidade final de observações.

Modelo 4: foram consideradas somente as observações de erro de atingimento do *guidance* divulgado da variável Ebitda, uma vez que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais por meio dos níveis de produção não afetaria a receita líquida.

Fonte: elaborada pelos autores.

Todos os modelos apresentam patamares semelhantes de poder explicativo, sendo o menor e o maior poder explicativo naqueles com o nível de gerenciamento de resultados estimado pelo modelo de Prod com R² de 49,44% e REM1 com R² de 57,95%, respectivamente,

Destaca-se que em todos os modelos as variáveis DummySusp e TAM – exceto para o modelo Prod – apresentaram coeficientes significantes, ambos com sinal negativo. Para a DummySusp, esse resultado corrobora o encontrado na Matriz de Correlação, já sendo isso esperado, haja vista que a DummySusp é originada do ERRO, e quando esse se encontra entre -5% e 5% a empresa passa a ser considerada suspeita, recebendo o valor “1”, e fora desse intervalo passa a ser considerada não suspeita, recebendo o valor “0”. Acerca da variável TAM, e conforme apresentado na metodologia, a busca por novos investimentos, a complexidade das operações e a necessidade de se demonstrar estabilidade e transparência fazem com que as empresas de maior porte procurem atingir o *guidance* divulgado, o que demonstra menor erro na divulgação de suas projeções.

Nos modelos 1 e 2, cujos *accruals* discricionários tiveram suas estimações realizadas pelos modelos de Dechow *et al.* (1995) e Pae (2005), respectivamente, apenas duas variáveis foram significantes ao nível de 5% e com os sinais esperados: DummySusp e TAM.

No Modelo 3, observa-se uma significância dos *accruals* discricionários estimados pelo modelo de Paulo (2007), DummySusp, DummySusp x Paulo (2007), e das variáveis de controle TAM e ALAV. Os *accruals* estimados pelo modelo de Paulo (2007) apresentaram coeficiente negativo e significativo a 10%, indicando que as empresas gerenciam seus resultados por escolhas contábeis para atingir o *guidance* divulgado. Além disso, e reforçando esse achado, a variável interativa apresentou significância a 10%.

Esses resultados indicam que a divulgação do *guidance* impulsiona a prática do gerenciamento de resultados contábeis, já que o gestor utiliza as escolhas contábeis para atender a metas estabelecidas ou reduzir a variabilidade dos lucros, passando para o mercado uma menor percepção de risco, o que corrobora os achados de Lin *et al.* (2006), Athanasakou *et al.* (2008), Silva, Pinto e Paulo (2016), Zhang *et al.* (2018) e Souza *et al.* (2018). Assim, a divulgação de projeções (*guidance*) representa maior propensão ao gerenciamento de resultados contábeis (Krishnan *et al.*, 2012).

Com relação às variáveis DummySusp e TAM, suas significâncias e sinais esperados já foram objeto de discussão. A variável ALAV apresentou coeficiente significativo ao nível de 5% e sinal positivo, diferentemente do esperado, possivelmente indicando que as empresas alavancadas tendem a projetar valores não realistas de seus resultados, e não conseguem confirmar tais projeções. Essas empresas poderiam estar motivadas a divulgar projeções otimistas, visando atrair capital, e/ou pessimistas, visando surpreender o mercado com resultados positivos.

No Modelo 4, observa-se uma significância do comportamento anormal dos níveis de produção, DummySusp, DummySusp x Níveis Anormais de Produção, DummyADR e da variável de controle ALAV. Os níveis anormais de produção apresentaram coeficiente positivo e significativo a 5%, indicando que as empresas gerenciam seus resultados por decisões operacionais. Além disso, e reforçando o citado achado, a variável interativa apresentou significância a 10%. Enquanto no gerenciamento por *accruals* das empresas o coeficiente apresentou-se negativo, no gerenciamento por decisões operacionais apresentou-se positivo, e as variáveis interativas foram significantes para os dois modelos, indicando que, para atingir o *guidance* divulgado quando a projeção está acima do realizado, as empresas utilizam o gerenciamento por *accruals*. No entanto, quando o *guidance* está abaixo do realizado, as empresas utilizam gerenciamento por atividades operacionais.

No que tange às variáveis DummySusp, TAM e ALAV, suas significâncias na maioria dos modelos observados e sinais esperados já foram objeto de discussão. A DummyADR apresentou significância estatística ao nível de 10%, sendo que, por outro lado, o sinal foi diferente do esperado, assim como a variável ALAV. Todavia, no caso de empresas emissoras de ADR, os resultados sinalizam que elas tendem a projetar valores maiores que o realizado, devido às expectativas do mercado geradas por sua participação em um grupo selecionado de empresas.

No tocante ao Modelo 5, cujo nível de gerenciamento de resultados foi objeto de estimação por meio do comportamento anormal das despesas discricionários, apenas três variáveis foram significantes ao nível de 10% e com os sinais esperados: DummySusp e TAM e sem sinal esperado ALAV. Todas já tiveram significância e sinais esperados discutidos anteriormente.

Por fim, no Modelo 6 observa-se uma significância da medida agregada do comportamento anormal dos níveis de produção e das despesas discricionárias, *DummySusp*, *DummySusp* x Medida Agregada, *DummyADR*, e das variáveis de controle TAM e ALAV. Os níveis anormais de produção apresentaram coeficiente positivo e significativo a 1%, indicando que as empresas gerenciam seus resultados por decisões operacionais. Além disso, o citado achado é corroborado pela variável interativa apresentou significância a 5%. No entanto, devido à não significância da variável comportamento anormal das despesas discricionárias, o seu resultado finaliza-se como inconclusivo.

5. Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo geral investigar se o atingimento do *guidance* divulgado por empresas brasileiras é explicado pelas práticas de gerenciamento de resultados. Para isso, foram coletados os números efetivamente realizados e comparados com o *guidance*, gerando a variável erro no atingimento do *guidance*. Na sequência, foi verificado se as práticas de gerenciamento de resultados explicam o erro atingimento do *guidance*. Também foram identificadas na literatura outras variáveis que podem explicar o erro no atingimento do *guidance*. Para a mensuração da prática do gerenciamento de resultados, foram utilizados os modelos Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995), Pae (2005), Roychowdhury (2006) e Paulo (2007).

O objetivo geral foi atendido por meio da aplicação da análise de dados em painel. Os modelos utilizaram como variáveis dependentes o erro no atingimento do *guidance* de duas variáveis: o Ebitda e a receita líquida. A hipótese a ser verificada pelo estudo foi de que as empresas utilizam o gerenciamento de resultados para atingir o *guidance* divulgado. Além disso, foi incluída no estudo uma variável *dummy*, denominada *DummySusp*, para identificar se as empresas são suspeitas de utilizar as práticas de gerenciamento de resultados para atingir o *guidance* divulgado.

Os *accruals* discricionários estimados pelo modelo de Paulo (2007) e o comportamento anormal dos níveis de produção estimado pelo modelo de Roychowdhury (2006), assim como as variáveis interativas com *DummySusp* apresentaram coeficiente significativo, indicando que as empresas gerenciam seus resultados para atingir o *guidance* divulgado. Esses resultados corroboram os achados de Lin *et al.* (2006), Athanasakou *et al.* (2008), Silva *et al.* (2016), Zhang *et al.* (2018) e Souza *et al.* (2018). Além disso, reforçam o apontado por Krishnan *et al.* (2012), de que a divulgação de *guidance* aumenta a propensão à prática de gerenciamento de resultados. Dessa forma, a hipótese do estudo de que as empresas brasileiras utilizam práticas de gerenciamento de resultados para atingir o *guidance* divulgado foi confirmada e o objetivo geral do estudo foi alcançado.

No entanto, enquanto no gerenciamento por *accruals* o coeficiente apresentou-se negativo, no gerenciamento por decisões operacionais revelou-se positivo, indicando que, para atingir o *guidance* divulgado quando a projeção está acima do realizado, as empresas utilizam o gerenciamento por *accruals*. Porém, quando o *guidance* está abaixo do realizado, as empresas utilizam o gerenciamento por atividades operacionais. Portanto, como apontado por Cohen e Zarowin (2010), os gestores podem utilizar mais de uma estratégia de gerenciamento de resultados e essa escolha depende do custo relacionado a cada uma delas. Conforme Silva *et al.* (2016), ao impactar negativamente os fluxos de caixa futuros da empresa, o gerenciamento por decisões operacionais apresenta maiores custos a longo prazo que o gerenciamento por *accruals*, ademais, o gerenciamento por *accruals* é inibido por auditorias e controle interno. Esses resultados reforçam o entendimento de que estudar um tipo de gerenciamento de resultados isoladamente pode não levar a conclusões robustas. Esses achados permitem cumprir o segundo objetivo específico.

O presente estudo contribuiu para enriquecer a discussão do tema *guidance* e gerenciamento de resultados. Também obteve evidências de que os investidores e os órgãos de fiscalização e regulação do mercado de capitais no Brasil devem buscar alternativas para detectar e/ou inibir práticas oportunistas da administração nas companhias, seja na divulgação de projeções mais compatíveis com a capacidade das empresas, seja na coibição de práticas de gerenciamento de resultados para atingir o *guidance* divulgado, o que necessariamente implica o aumento da qualidade da informação contábil.

Além disso, o estudo enriqueceu a literatura acerca do uso de gerenciamento de resultados para o atingimento do *guidance* divulgado, considerando: i) reduzida disponibilidade de estudos sobre gerenciamento de resultados e *guidance*, ii) inclusão de uma variável para captar o erro no atingimento do *guidance* divulgado, reforçando o caráter inovador do estudo; iii) evidências do *trade-off* das estratégias de gerenciamento de resultados por empresas brasileiras; e iv) investigação da prática de gerenciamento de resultados no ambiente brasileiro – mercado emergente. Essas características diferenciam esta pesquisa de estudos estrangeiros de países desenvolvidos.

Dentre as limitações do estudo convém destacar a quantidade reduzida de observações, o que reforça a percepção de que as empresas precisam evoluir no entendimento do real valor da divulgação do *guidance* para o mercado, e que cabe aos órgãos reguladores contribuírem com esse entendimento e evolução (Silva, 2019).

Por fim, sugere-se, para pesquisas futuras, o acréscimo de outros modelos de estimação de gerenciamento de resultados, a utilização de outras variáveis para estimar o erro no atingimento do *guidance* divulgado e a comparação do contexto brasileiro com os de outros países.

Referências

- Alfraih, M. M., Alanezi, F. S., & Alanzi, K. A. (2015). Do the characteristics of the board of directors affect the value relevance of accounting information? *International Journal of Accounting and Finance*, 5(2), 172–187. <http://doi.org/10.1504/IJAF.2015.071843>.
- Almeida, J. E. F., Sarlo Neto, A., Bastianello, R. F., & Moneque, E. Z. (2012). Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 23(58), 65-75. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000100005>.
- Arantes, V. A., Dias, D. P., & Soares, R. O. (2020). O que os investidores não veem, o mercado não sente: reflexões sobre a divulgação voluntária de informações prospectivas. *Revista de Contabilidade Do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 25(3), 118–132. <https://doi.org/10.12979/rcmccuerj.v25i3.53140>.
- Araújo, J. A. O. (2019). *Remuneração de executivos e informação contábil: um estudo sobre a qualidade do lucro e o fluxo de caixa operacional*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP.
- Athanasakou, V. E., Strong, N. C., & Walker, M. (2008). Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? *Accounting and Business Research*, 39(1), 3–35. <https://doi.org/10.1080/00014788.2009.9663347>.
- Baptista, E. M. B. (2008). *Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados*. (Tese de Doutorado). Universidade Federal do Rio Grande do Sul - Programa de Pós-graduação em Administração, Porto Alegre, RS.
- Barth, M. E., Kasznik, R., & McNichols, M. F. (2001). Analyst coverage and intangibles assets. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 1-34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.263981>.

- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679x.2008.00287.x>.
- Brandão, I. de F., Assunção, R. R., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S. M. D. P. (2013). Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21), 87–114. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n21p87>.
- Brandão, I. F., De Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2014). Características do Guidance nas maiores companhias de capital aberto do Brasil. *Revista Universo Contábil*, 10(4), 106-127. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014432>.
- Brennan, N. M., & Merkl-Davies, D. M. (2013). Accounting narratives and impression management. In L. Jack, J. Davison, & R. Craig (Eds.), *The Routledge companion to accounting communication*, p. 109–132.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>.
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. A. (2016). Consequences for Future Return with Earnings Management through Real Operating Activities. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232–242. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602520>.
- Dechow, P., & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Account Horizons*, 14 (2), 235-250. <https://doi.org/10.2139/ssrn.218959>.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1–33. <https://doi.org/10.1086/209601>.
- Folster, A. (2016). *Reflexos dos mecanismos de governança corporativa na evidenciação de projeções de resultados futuros*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.
- Gil, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa*. (5ª. ed.). São Paulo: Atlas.
- Gunny, K. A. (2005). *What are the consequences of real earnings management*. (Tese de Doutorado) – University of California, Berkeley.
- Healy, P.M. & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383. <http://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, SP.
- Hirst, D., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management Earnings Forecasts A Review and Framework. *Accounting Horizons*, 22, 315-338. <https://doi.org/10.2308/acch.2008.22.3.315>.
- Holanda, A. P. (2012). *Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade nas companhias de capital aberto no Brasil*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Ceará – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza, CE.
- Jaggi, B., & Sannella, A. (1995). The Association between the Accuracy of Management Earnings Forecasts and Discretionary Accounting Changes. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10(1), 1–21. <https://doi.org/10.1177/0148558x9501000101>.
- Kasznik, R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57. <https://doi.org/10.2307/2491396>.

- Kraft, A., Lee, B. S., & Lopatta, K. (2014). Management earnings forecasts, insider trading, and information asymmetry. *Journal of Corporate Finance*, 26, 96–123. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.002>.
- Krishnan, G. V., Pevzner, M., & Sengupta, P. (2012). How do auditors view managers' voluntary disclosure strategy? The effect of earnings guidance on audit fees PT. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(5), p. 492–515. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.10.009>.
- Levin, J., & Fox, J. A. (2004). *Estatística para Ciências Humanas*. (9ª ed.). São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- Lin, S., Radhakrishnan, S., & Su, L. (Nancy). (2006, September 4). *Earnings Management and Guidance for Meeting or Beating Analysts' Earnings Forecasts*. Papers.ssrn.com. <https://doi.org/10.2139/ssrn.928182>.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008, February 1). Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil. Papers.ssrn.com. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1095781>.
- Macedo Neto, H., Vasconcelos, A. C., De Luca, M. M. M., & Figueirêdo Junior, H. S. (2014). Fatores incentivadores da publicação de Guidance pelas empresas do Ibovespa e sua conformidade com o pronunciamento de orientação N° 04/2008 do CODIM. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(1), 105-126. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i1.13314.
- Mahoney, W. F. (2008). Guidance: O bom, o ruim e o desagradável. *Revista Relações com Investidores - RI*, (121), 26-29.
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo - Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Paulo, SP.
- Martinez, A. L., & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), 600–626.
- Martins, O. S., & Barros, L. A. B. C. (2021). Firm Informativeness, Information Environment, and Accounting Quality in Emerging Countries. *The International Journal of Accounting (TIJA)*, 56(01), 1–50. <https://doi.org/10.1142/S1094406021500049>.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O Gerenciamento De Resultados Contábeis Exerce Influência Na Acurácia Da Previsão De Analistas No Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73–90. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016322>.
- Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2018). Aspects of the quality of accounting in the international context. *Review of Business Management*, 20(1), 92–111. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i1.2630>.
- Medeiros, J. T., Paulo, E., Melo, C. L. L., & Mota, R. H. G. (2019). Previsão de Analistas e as Estratégias de Gerenciamento de Resultados Utilizadas para Evitar Surpresa nos Lucros. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 49-64. <http://doi.org/10.4270/ruc.2019103>.
- Mota, R. H. G., Silva Filho, A. C. C., Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6-26. <https://doi.org/10.4270/RUC.2017101>.
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 249–284. <https://doi.org/10.1177/0148558x0702200211>.
- National Association of Certified Fraud Examiners. (1993). *Cooking the Books: What Every Accountant Should Know about Fraud*. New York: NASBA.
- Pae, J. (2005). Expected Accrual Models: The Impact of Operating Cash Flows and Reversals of Accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5–22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>.

- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. (Tese de Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Business cycles and earnings management strategies: a study in Brazilian public firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216–233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>.
- Richardson, R. J., & Peres, J. A. S. (2008). *Pesquisa social: métodos e técnicas*. (3ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Rodrigues, R., Melo, C., & Paulo, E. (2019). Earnings Management and Quarterly Discretionary Accruals Level in the Brazilian Stock Market. *Brazilian Business Review*, 16(3), 297–314. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.3.6>.
- Rodrigues, R. M. R. C., Paulo, E., & Melo, C. L. L. (2017). Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais para Sustentar Desempenho nas Empresas Não-Financeiras do Ibovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(3), 82-102.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Silva, G. C. P.; Pinto, S. K. D. M.; Paulo, E. (2016). Gerenciamento de resultados: Uma comparação entre as companhias abertas brasileiras que divulgam e não divulgam o guidance. *Revista de Administração e Contabilidade*, 15(30), 135-156.
- Souza, J. L., Sanches, S. L. R., Sbardellati, E. C. de A., & Neumann, M. (2018). Influência da divulgação do guidance nas escolhas contábeis e gerenciamento de resultados: um estudo de dados em painel com companhias do Ibovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 430–447. <http://doi.org/10.14392/asaa.2018110304>.
- Viana Júnior, D. B., Domingos S. R., & Ponte, V. M. R. (2017). Impacts of economic instability on accounting information quality: empirical evidence in LatinAmerica. *Anais dos Seminários em Administração – SemeAd*, São Paulo, SP, Brasil, 20.
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245–271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>.
- Zhang, Y., Perols, J., Robinson, D., & Smith, T. (2018). Earnings management strategies to maintain a string of meeting or beating analyst expectations. *Advances in Accounting*, 43(C), 46–55. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.09.001>.