

repec

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Journal of Education and Research in Accounting

REPeC, Brasília, v. 18, n. 4, out./dez. 2024

Disponível online em www.repec.org.br

DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v18i4>

EQUIPE EDITORIAL

CORPO DIRETIVO

Maria Clara Cavalcante Bugarim, Presidente da Academia Brasileira de Ciências Contábeis (Abracicon), Brasil

COMITÊ DE POLÍTICA EDITORIAL

Antonio Carlos Dias Coelho, Doutor, Universidade Federal do Ceará (UFC), CE, Brasil
Carlos Renato Theóphilo, Doutor, Universidade Montes Claros (Unimontes), MG, Brasil
Edgard B. Cornachione Jr., Ph.D., Universidade de São Paulo (USP), SP, Brasil
Emani Ott, Doutor, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), RS, Brasil
Jacqueline Veneroso Alves da Cunha, Doutora, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), MG, Brasil
Orleans Silva Martins, Doutor, Universidade Federal da Paraíba (UFPB), PB, Brasil
Patricia Gonzalez Gonzalez, Doutora, Universidade del Valle (UV), Cali, Colômbia

EDITOR

Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América

EDITORES ADJUNTOS

Andson Braga de Aguiar, Doutor, Universidade de São Paulo (USP)
Bruna Camargos Avelino, Doutora, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Iracema Raimunda Brito das Neves, Doutora, Universidade Estadual de Feira de Santana (UEFS)
José Elias Feres de Almeida, Doutor, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)
Márcia Martins Mendes de Luca, Doutora, Universidade Federal do Ceará (UFC)
Robson Zuccolotto, Doutor, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)
Vinicius Gomes Martins, Doutor, Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

COMITÊ CIENTÍFICO INTERNACIONAL

Ervin Black, Oklahoma University, Estados Unidos da América
Gary Hetch, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América
Greg Burton, Brigham Young University, Estados Unidos da América
Lúcia Lima Rodrigues, Universidade do Minho, Portugal

AVALIADORES AD HOC

Lista publicada anualmente no último número da Revista

REVISÃO DE LÍNGUA PORTUGUESA

Elaine Cristina Oliveira, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

REVISÃO DE LÍNGUA INGLESA

Aksent Assessoria Acadêmica

REVISÃO DE NORMALIZAÇÃO

Simone Kuperchmit, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

PREPARAÇÃO/REVISÃO DE METADADOS

Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima,
Doutor, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América

PROJETO GRÁFICO

Thiago Luis Gomes, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

DIAGRAMAÇÃO

Jailson Belfort, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

Lúcia Helena Alves de Figueiredo, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

ASSISTENTE EDITORIAL

Simone Kuperchmit, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, pela internet no sistema SEER, disponibilizando gratuitamente o conhecimento científico ao público com vistas à sua democratização.

A REPeC está utilizando o Sistema Eletrônico de Editoração de Revistas (SEER) como meio de gerenciamento do periódico.

O Sistema Eletrônico de Editoração (SEER) foi traduzido e adaptado do Open Journal Systems (OJS) pelo Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT). Esse software livre, desenvolvido pela Universidade British Columbia do Canadá, tem como objetivo dar assistência na edição de periódicos científicos em cada uma das etapas do processo, desde a submissão e avaliação dos consultores até a publicação *on-line* e sua indexação.

Disponível em: <http://www.repec.org.br>

© Abracicon – Academia Brasileira de Ciências Contábeis – 2024



Academia Brasileira de Ciências Contábeis (Abracicon)
SAS, Qd. 5, Bl. J, 4º andar, Ed. CFC, CEP: 70070-920, Brasília-DF
E-mail: repec@cfc.org.br

REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade [recurso eletrônico] / Academia Brasileira de Ciências Contábeis – v.1, n.1 (jan. 2007/abr. 2007) – -- Brasília: CFC, 2007-.

Trimestral

ISSN: 1981-8610

Modo de acesso: <http://www.repec.org.br>

1. Ciências Contábeis 2. Contabilidade I. Conselho Federal de Contabilidade II. Título.

CDU-657

Ficha Catalográfica elaborada pela Bibliotecária Lúcia Helena Alves de Figueiredo CRB 1/1.401

Palavra do Editor

Caro(a) leitor(a), estamos entregando o último número do ano de 2024. Gostaria de parabenizar os autores dos artigos que serão publicados nesta edição, além de agradecer a todos os autores que, infelizmente, não obtiveram a aprovação dos textos submetidos.

Todo o processo realizado na REPeC possui um alto grau de busca da qualidade da revista. O *desk reject* dos artigos submetidos demonstra um percentual de 90%, dado semelhante a revistas internacionais de ponta. Dessa forma, percebemos que, embora haja reprovações no processo normal, é possível haver, ainda, publicação final, devido à qualidade com que os artigos vão para *blind review*. Sobre os artigos aprovados, faço, a seguir, um breve sumário.

O primeiro artigo é o artigo convidado, dos professores Fábio Frezatti, Franciele Beck, Ana Paula Capuano da Cruz, Emanuel Junqueira e Daniel Mucci. Tem como objetivo trazer luz aos atributos de qualidade da pesquisa científica (lacuna, relevância, inovação, contribuição e impacto), propostos anteriormente por Frezatti (2020), em um editorial da REPeC, e explorá-los a partir de um projeto desenvolvido por participantes de um grupo de pesquisa. Fundamentamos esse objetivo no problema da rejeição de artigos e de projetos, considerando que essa fragilidade começa na concepção e compromete a execução, além de, muitas vezes, inviabilizar os ajustes necessários para a publicação dos artigos.

O segundo artigo, escrito por Ana Cláudia Deconto, Cristian Baú Dal Magro, Alini da Silva e Mazzioni, buscou analisar a influência dos traços de personalidade *Dark Triad* de gestores nas práticas de gerenciamento de resultados de cooperativas de crédito. Os resultados da regressão linear múltipla permitem inferir que a presença dos traços de narcisismo e psicopatia em gestores impactam o aumento do gerenciamento de resultados por *accruals* específicos. O maquiavelismo, por sua vez, não apresentou influência significativa. Na regressão logística, os três traços (maquiavelismo, narcisismo e psicopatia) evidenciaram que os gestores de cooperativas de crédito estão propensos a gerenciar resultados, os quais evidenciam que cooperativas gerenciam resultados e que gestores com traços *dark* de personalidade possuem propensão e realizam em maior nível o gerenciamento de resultados.

O terceiro artigo é de autoria de Jéssica Natália da Silva Martins, Bruno Tavares e Antônio Carlos Brunozi Junior. Tem como objetivo compreender o papel dos Consórcios Intermunicipais de Saúde (CIS) na viabilização da ação conjunta entre entes públicos por meio da superação das barreiras à cooperação. Sobre os resultados, são evidenciados instrumentos de ajustamento mútuo, arenas de debate técnico e de deliberação conjunta, além de controles que tornam os CIS uma estrutura de governança capaz de superar os obstáculos à cooperação, limitar ações oportunistas e favorecer resoluções de conflito.

O quarto artigo é escrito por Mariângela Araújo Barros, Orleans Martins e Luiz Felipe Girão. Este estudo teve como objetivo adaptar os critérios de Benjamin Graham (*value investing*) para a formação de carteiras de ações no mercado brasileiro e avaliar a eficiência daqueles. Os portfólios formados com os critérios adaptados apresentaram retornos acima da média do mercado. Os portfólios com 10, 20 e 30 ativos obtiveram retornos melhores que o Ibovespa, o IBrX 100 e as LFTs. Vale ressaltar que o portfólio com 10 ativos apresentou a melhor geração de Alpha.

O quinto artigo, de autoria de Victor Alves, Cleyton Levy Melo e Hellen Dias, investigou a relação entre a qualidade da auditoria e o gerenciamento de resultados trimestrais em empresas de capital aberto na América Latina. Os resultados indicam que o quarto trimestre tem níveis de *accruals* discricionários significativamente maiores em relação aos outros trimestres, enquanto o primeiro trimestre difere significativamente do segundo e do terceiro. Brasil, Colômbia e México mostraram menores níveis de gerenciamento de resultados e maior qualidade de auditoria comparados à Argentina. Esses achados sugerem que países com melhor qualidade de auditoria têm menores níveis de gerenciamento de resultados trimestrais, especialmente no quarto trimestre.

O sexto artigo é escrito por Rodrigo Thirion dos Santos e Tatiana Albanez. O objetivo principal deste trabalho é investigar o impacto da diversificação da dívida no valor de mercado das empresas brasileiras listadas no período de 2010 a 2021. Observou-se que quanto maior a heterogeneidade da dívida das empresas, maior o valor de mercado dessas, o que aponta para a importância da diversificação da dívida na mitigação dos custos de agência e no aumento da eficiência das empresas. Os resultados destacam a importância de considerar as características do mercado local na eficácia do monitoramento de credores.

O sétimo artigo é escrito por Sylvia Domingos, Vera Maria Ponte, Edilson Paulo e Antonio Rafael da Silva. O presente estudo investigou se o atingimento do *guidance* divulgado por empresas brasileiras é explicado pela prática de gerenciamento de resultados. Analisando-se 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.

Por fim, ressalto que a REPeC não é uma publicação apenas ligada à área de educação, mas a várias áreas, quais sejam: financeira, gerencial, pública, auditoria, tributos, entre outras.

Sem mais, agradeço aos avaliadores, sempre prestativos, e aos pesquisadores que submeteram seus artigos à REPeC. Parabéns aos que autores cujos artigos foram aprovados, pois a demanda é bastante alta, e o caminho até a publicação final, árduo.

Muito obrigado, novamente. Desejo um Feliz Natal cheio de paz, saúde e alegria, à equipe editorial e da secretaria da revista, bem como aos seus familiares.

Saudações acadêmicas.

Gerlando Lima, PhD.
Editor-Chefe.

Pentágono da qualidade em pesquisas: uma abordagem para vários ciclos da construção do conhecimento

Fábio Frezatti

<https://orcid.org/0000-0002-5927-022X>

Franciele Beck

<https://orcid.org/0000-0001-7390-5933>

Ana Paula Capuano da Cruz

<https://orcid.org/0000-0002-6064-1614>

Emanuel Junqueira

<https://orcid.org/0000-0002-0822-3570>

Daniel Magalhães Mucci

<https://orcid.org/0000-0002-0658-1470>

Resumo

Objetivo: Este estudo tem como objetivo trazer luz aos atributos de qualidade da pesquisa científica (lacuna, relevância, inovação, contribuição e impacto) propostos por Frezatti (2020) em um editorial da REPeC e explorá-los a partir de um projeto desenvolvido por participantes de um grupo de pesquisa. Fundamentamos este objetivo no problema da rejeição de artigos e de projetos, tendo em vista que essa fragilidade começa na concepção, compromete a execução e, muitas vezes, inviabiliza os ajustes necessários para sua publicação.

Método: A pesquisa segue a abordagem teórico-metodológica e discute cinco elementos essenciais para a elaboração de um projeto de pesquisa, denominados pentágono da qualidade. Esses elementos são tratados como interdependentes, aplicando-se ao longo de todo o ciclo de investigação, desde a concepção até sua execução e publicação.

Resultados: Esperamos que essa abordagem proporcione a concepção e execução de pesquisas com maior qualidade intrínseca, especialmente na área de negócios, o que facilita o processo de avaliação e aceitação em periódicos acadêmicos.

Contribuições: A inovação da pesquisa está em discutir a interação entre os elementos do pentágono da qualidade, uma lacuna pouco explorada na literatura. Ao abordar essa inter-relação, oferecemos uma ferramenta que facilita o planejamento e o desenvolvimento das investigações, e aperfeiçoa a argumentação dos autores, com benefícios para revisores, editores e orientadores.

Palavras-chave: Lacuna; Relevância; Contribuição; Inovação; Impacto; Pentágono da qualidade; Qualidade intrínseca.

1 Introdução

Um filme de ação mostrou um agente correndo atrás de um terrorista. O agente sempre chegava atrasado e isso era frustrante. Em um certo momento, o mentor do agente disse: *you need to go back to where you came from and where you lost your way!* Acreditamos que isso possa acontecer com alguns pesquisadores. A busca por elementos sofisticados e inovadores pode fazer parte do desenvolvimento do pesquisador, mas, nessa corrida, muito material tem sido produzido e muitos esforços têm sido empreendidos em projetos inadequadamente planejados e de futuro incerto e, em vários casos, sem que haja resultados para serem comemorados. Perder o rumo pode ser deixar de ter um direcionamento consistente para que a pesquisa e o artigo tenham a qualidade desejada em determinado campo. Todos nós, pesquisadores, em algum momento da nossa trajetória acadêmica já vivenciamos isso.

Os aspectos constitutivos da qualidade da pesquisa científica tratados neste artigo teórico-metodológico (Corley & Gioia, 2011; Godoi *et al.*, 2006) como o pentágono da qualidade, são: **lacuna**, **relevância**, **inovação**, **contribuição** e **impacto** (Frezatti, 2020). Trata-se de elementos contextuais que estão ancorados no problema, na questão de pesquisa, no construto teórico e na abordagem metodológica escolhida.

Em algumas situações, um problema que poderia ter uma oportunidade de **inovação** para o conhecimento da área no momento da concepção da pesquisa perde um pouco de força no seu decorrer, sobretudo com o surgimento de novos artigos. Em outras, a identificação da **lacuna** de forma muito simplificada ou trivial (Alvesson & Sandberg, 2011) pode levar, em um momento futuro, à percepção de que ela simplesmente não existe ou não se justifica, de modo a comprometer o potencial de **contribuição** (Alvesson & Sandberg, 2011) e o **impacto** da pesquisa, ou ainda, na trajetória para publicação de um artigo, surge a recomendação de alteração do foco do tratamento do problema em função da **relevância** (Nicolai & Seidl, 2010). Nós, autores, temos sido cada vez mais cobrados sobre o **impacto** da pesquisa na sociedade e, principalmente na área de negócios, essa conversa demanda reflexão em profundidade e amplitude (Wickert *et al.*, 2021; Costa *et al.*, 2022). Os exemplos colocados como negativos podem perfeitamente ser encontrados com potencial favorável se o conjunto de elementos do pentágono for visto como um andaime que deve acompanhar a construção da pesquisa e da sua comunicação. E, nesse contexto, é salutar compreender que oportunidades podem surgir e desaparecer durante esse percurso.

Mas quais seriam os obstáculos principais para que o conjunto de elementos não seja utilizado de maneira adequada? Em primeiro lugar, a delimitação de cada atributo que define a qualidade de uma pesquisa acadêmica, seus conceitos, fronteiras e inter-relações não são claros e encontram-se dispersos em diversos agentes, tais como periódicos, agências de fomento, universidades, etc. A aplicação propriamente dita do conjunto de elementos pode parecer puramente estática quando pode ser dinâmica no sentido de aperfeiçoar a proposta da pesquisa, o que demanda reflexão prática para sua operacionalização.

Nesse sentido, o objetivo deste estudo, entendido como teórico-metodológico, é trazer luz aos atributos de qualidade da pesquisa científica e explorá-los a partir de um projeto de pesquisa desenvolvido por participantes do grupo de pesquisa que assinam esta discussão. A pesquisa deve proporcionar argumentos para os pesquisadores estruturarem seus projetos e artigos; argumentos para si próprios e para terceiros, como avaliadores e leitores. Além de destacar e definir os atributos da qualidade com base em editoriais e artigos científicos da área de negócios, nós também discutimos suas interrelações, e demonstramos que, quando pelo menos um dos elementos do pentágono não é bem desenvolvido, o potencial dos demais elementos fatalmente é mitigado, o que por consequência reduz a qualidade intrínseca da pesquisa. Assim, a discussão acerca do pentágono da qualidade proporciona uma visão articulada dos atributos que devem ser considerados no desenho e na execução da pesquisa na área de negócios.

2 Quadro de Referência e Construto da Pesquisa

A identificação e validação de conceitos necessários para caracterizar cada um dos cinco elementos, foram realizadas a partir de livros de metodologia que caracterizam os atributos de qualidade de uma pesquisa científica, de sites de periódicos nacionais e internacionais identificando os critérios de qualidade e política editorial, de artigos nacionais e internacionais que têm levantado discussão em torno da qualidade de projetos de pesquisa, de pesquisas científicas na área de negócios, de orientações de agências de fomento à pesquisa e ainda, com base em nossa experiência como pesquisadores.

A delimitação de um tema marca o início de um projeto de pesquisa (Boaventura, 2004). Uma vez definida a orientação temática da investigação, é necessário indicar um **problema** capaz de possibilitar o desdobramento de questões ou de hipóteses. A formulação de perguntas sobre o tema a ser abordado em uma pesquisa também é denominada problematização (Gil, 2010), ou seja, trata-se de uma espécie de apresentação de dilema envolvendo a linha temática investigada. O problema representa uma dificuldade que demanda investigação (Lakatos & Marconi, 2010); uma situação que instiga a realização de uma ou mais perguntas (Klein *et al.*, 2015). Ocorre que, a partir do problema, a utilidade dos cinco elementos do pentágono deve ser aplicada.

Ademais, faz-se necessário reconhecer que a área de ciências sociais aplicadas é caracterizada por (i) sua multidisciplinaridade; (ii) receber influência de outras áreas do conhecimento (sociologia, psicologia, direito, economia, etc.); e (iii) transitar entre o meio acadêmico e prático (Corley & Gioia, 2011). Nesse ponto, os autores versam sobre a complexidade em tratar da contribuição teórica para nossa área de conhecimento, e entendemos que essa reflexão pode ser estendida também para a definição de um problema de pesquisa e a compreensão e aplicação dos demais elementos do pentágono. O argumento é que a área de ciências sociais aplicadas, em específico, a área de negócios envolve diferentes embasamentos e perspectivas teóricas, vozes e audiências que implicam ainda mais complexidade e potencial confusão quanto à interrelação entre esses elementos da pesquisa, o que reforça a importância, iteração entre eles no sentido de alcançar a qualidade intrínseca da pesquisa.

2.1 Lacuna

A identificação da lacuna, ou pelo menos o reconhecimento dessa necessidade, tem representado uma preocupação frequente na pesquisa em contabilidade. Fato é que muitos pesquisadores têm formalizado qual lacuna pretendem discutir e/ou desenvolver. Apesar da crescente indicação da lacuna pesquisada, seu reconhecimento não necessariamente significa que a ideia subjacente ao termo esteja devidamente consolidada entre os pesquisadores de um campo de conhecimento. Pelo contrário, muito do que se tem publicado remete à ideia do agente que corre atrás do terrorista, mas sem sucesso, ou seja, a lacuna tem sido indicada nas pesquisas, mas o que se questiona é se de fato se trata de uma lacuna.

A identificação de uma ou mais lacunas figura como a forma dominante de construir questões de pesquisas (Sandberg & Alvesson, 2011). Assim, muitos pesquisadores procuram identificar elementos pouco explorados, ou ainda, inexplorados na literatura e utilizam esse argumento para indicação de que se trata de uma lacuna de pesquisa. Todavia, uma compreensão equivocada que parece ter se instaurado no campo de pesquisa em contabilidade é que a ausência de estudos em determinada área, setor, tema ou assemelhado remete obrigatoriamente a uma lacuna a ser pesquisada. Naturalmente, essa identificação exibe variação significativa – desde uma extensão incremental até a adição de elementos mais significativos (Sandberg & Alvesson, 2011). Em resumo, para identificar a lacuna temos que desenvolver uma pesquisa ampla e consistente no ambiente local e internacional.

A partir de uma revisão de artigos publicados, Sandberg e Alvesson (2011) constataram que, de forma geral, as lacunas de pesquisa têm sido desenvolvidas a partir: (i) de uma confusão na literatura existente – há pesquisas sobre o assunto, mas as evidências são contraditórias e é essa contradição que alimenta a lacuna a ser pesquisada; (ii) da identificação de um tópico que não apresenta pesquisas de qualidade e que pode contemplar uma área pouco investigada, negligenciada ou ainda falta de suporte empírico; e (iii) da identificação de uma nova aplicação em uma literatura já existente.

Os três tipos de fontes que promovem o desenvolvimento de pesquisas apontados por Sandberg e Alvesson (2011) indicam que a **lacuna de pesquisa** pode ser definida como falta de consenso do ponto de vista teórico ou da literatura, ou seja, trata-se de uma oportunidade identificada a partir da reunião de elementos cujo debate está em evolução ou ainda precisa ser iniciado. Dessa forma, para especificar a lacuna é fundamental esclarecer sobre quais fenômenos e contextos a literatura já se debruçou e, a partir disso, definir quais são os pontos cegos existentes. Muito frequentemente, a identificação do que já foi estudado é apresentada de forma superficial, o que dificulta o entendimento e a consequente avaliação do potencial da lacuna e sua amplitude. Nessa linha, Paré *et al.* (2023) argumentam que a ideia de pontuar a lacuna em uma investigação é informar sobre áreas cujos entendimentos são incompletos, confusos ou contraditórios e sinalizar possibilidades de encaminhamentos. Contudo, destacam que, apesar da importância de identificar a lacuna em uma pesquisa, o fundamental é explicar por que devemos explorá-la (Paré *et al.*, 2023).

Nesse contexto, a importância de se discutir ideias ousadas, apoiando-se em abordagens menos convencionais como uma perspectiva para lidar com grandes problemas ainda não resolvidos (Colquitt & George, 2011) também pode representar um caminho promissor para a exploração da lacuna. Isso porque a visão dos autores adiciona a dimensão empírica à discussão sobre lacuna, ou seja, admite-se que o campo, a exemplo das atividades econômica e empresarial, também é potencialmente relevante para nutrir a realização de investigações na área de contabilidade. Logo, a lacuna da pesquisa contempla falta de consenso dos pontos de vista teórico ou da literatura, e empírico.

Outro aspecto importante nesse processo de identificação de oportunidades de pesquisa diz respeito à estrutura de relacionamento dos pesquisadores. Burt (2004) argumenta que, em uma dada estrutura social, as pessoas que ficam próximas a “buracos” são mais propensas a terem boas ideias, ou seja, comportamentos e opiniões são mais homogêneos dentro dos grupos do que entre esses. Significa que pessoas que transitam entre grupos têm mais familiaridade com a lógica de pensar e se comportar de formas alternativas, o que amplia suas opções para selecionar e sintetizar ideias. Assim, são as lacunas estruturais que habilitam a seleção e a síntese de ideias boas. O *status* de “boa” terá um significado específico a partir de dados empíricos, mas, de forma geral, uma ideia é boa quando as pessoas a valorizam e a elogiam (Burt, 2004).

Algumas lacunas explicitadas nos artigos são indicadas como razões relevantes de rejeições por parte dos editores de periódicos (Falaster *et al.*, 2016), seja por serem caracterizadas superficialmente e sem profundidade, ou mesmo por focarem em uma lacuna de pesquisa que não se justifica, não proporciona avanços ao campo estudado. Por exemplo, a definição de uma lacuna do ponto de vista empírico (e.g., empresas brasileiras) deve ser sustentada em relação às particularidades desse contexto, e especialmente, em que medida esse poderia suscitar novos conhecimentos para a literatura existente.

Dessa forma, a lacuna decorre do problema de pesquisa que foi definido, e está envolta em processo que se solidifica a partir de: (i) identificação dos termos-chaves associados ao problema; (ii) revisão da literatura orientada por esses termos, com vistas a reunir publicações relevantes para identificar inconsistências, falta de qualidade entre outros; (iii) exploração dos estudos que subsidiaram as publicações relevantes identificadas no item ii; e (iv) identificação de questões relacionadas ao problema definido e não abordadas pela literatura revisitada. Assim, a identificação e, igualmente importante, o processo de comunicação da lacuna de pesquisa demanda uma revisão de literatura de modo crítico e seletivo, no sentido de abarcar literatura relevante para cobrir o tópico estudado, além de ser contínua, considerando que o campo de pesquisa não é inerte e avança ao longo do tempo. Nesse sentido, nem todo tipo de revisão de literatura cobre a demanda da lacuna.

Essência: lacuna é algo que não se sabe ou não é completamente compreendido sobre o fenômeno, que não consta da literatura disponível da área, no país e no exterior.

2.2 Relevância

A **relevância** é algo que deve estar presente na definição do problema, mas pode ser afetada pela lacuna de pesquisa e condicionada ao público-alvo que a pesquisa pretende atender ao proporcionar novos conhecimentos. Isso pode acontecer pela ampliação do escopo do tratamento do problema como intensidade de uso de algo já conhecido, mas que se quer investigar em um contexto específico. As discussões abaixo refletem alguns pilares da relevância na pesquisa de negócios: conceitos, usuários e amplitude.

Embora a relevância seja uma exigência de grande parte dos *journals* da área de negócios, sua definição não é trivial, pois possui significados distintos e contraditórios em diferentes contextos (Nicolai & Seidl, 2010). O Dicionário de Oxford (n.d.) apresenta uma definição genérica para relevância, considerando o “fato de ser valioso e útil para as pessoas em suas vidas e no trabalho” bem “como algo que está intimamente ligado ao assunto ou situação em questão”.

Essa definição genérica pode ser atribuída à relevância da pesquisa, mas é necessário refletir sobre aspectos como: o que é valioso e útil para diferentes usuários de pesquisas? A relevância precisa ser localizada: para quem e em que contexto ou momento? Ao encontro dessa discussão, Nicolai e Seidl (2010, p. 1278) ponderam que “quanto mais percebemos que ‘relevância’ é um problema com muitas facetas e, como tal, intimamente relacionado à dinâmica social da ciência, mais se torna aparente que as soluções não são tão óbvias como muitas contribuições para o debate da relevância parecem implicar.”

Muitos estudos sobre relevância da pesquisa científica em negócios se baseiam no entendimento dos gestores das organizações. Nesse sentido, refletem em que medida a pesquisa permite gerar *insights* que sejam úteis aos profissionais (Vermeulen, 2007). McGahan (2007) propõe cinco formas de traduzir a relevância das pesquisas para os profissionais: (1) *insights* contraintuitivos em relação aos paradigmas predominantes, (2) transformação das práticas de negócios, (3) práticas que violam princípios de gestão, (4) situações únicas beneficiadas por um olhar conceitual e (5) problemas ou fenômenos que permitem novas perspectivas de pesquisa e prática.

Nicolai e Seidl (2010) propõem uma taxonomia das formas de relevância: conceitual, instrumental e legitimadora. A relevância conceitual revela a medida em que o conhecimento científico modifica a compreensão dos gestores sobre as situações de decisão e abrange novos conceitos e metáforas comunicados aos profissionais (construtos linguísticos), a descoberta de alternativas de decisão e de relações que merecem ser compreendidas no contexto de um problema. As formas da relevância, propostas por McGahan (2007), estão alinhadas com a perspectiva da relevância conceitual sugerida na taxonomia de Nicolai e Seidl (2010). A relevância instrumental consiste no fato de que o conhecimento científico pode influenciar decisões específicas, considerando esquemas que permitem a visualização sistemática de situações (modelos, gráficos), orientações quanto a decisões a serem tomadas e a realização das previsões futuras, em outras palavras, reflete o nível de aplicabilidade da pesquisa científica no contexto prático. Já a relevância legitimadora reflete a perspectiva de que o conhecimento pode ser usado para legitimar ou impor uma ação no contexto prático, tendo em vista que os achados estão atrelados ao prestígio do pesquisador e de sua instituição de ensino (Nicolai & Seidl, 2010). Corley e Gioia (2011) ressaltam que as pesquisas devem abordar de forma direta ou indireta um problema relacionado à prática, no entanto ponderam que não se deve confundir utilidade prática com utilidade pragmática, no sentido de instrumentalização (Corley & Gioia, 2011).

Apesar de diversos autores defenderem que estudos na área de negócios devem ser relevantes para os profissionais, há outros autores que discutem a relevância de uma forma mais ampla, considerando o usuário da pesquisa. Nesse sentido, Palmer *et al.* (2009) ponderam que o significado de relevância deveria levar em conta a quem a pesquisa é direcionada. Daft e Lewin (2008) propõem dois tipos de relevância: acadêmica e prática, atendendo a diferentes grupos ou subcomunidades. Portanto, a pesquisa pode ser relevante para gerar conhecimento e reflexões para outros pesquisadores e acadêmicos ou ser relevante para tratar problemas e promover práticas para as organizações. Os autores concluem que, apesar de haver anseios relacionados ao valor prático da pesquisa para gestores (como usuários finais), pesquisadores não deveriam se preocupar exclusivamente com a relevância prática imediata da pesquisa (Daft & Lewin, 2008). Wickert *et al.* (2021) expandem a perspectiva dos usuários da pesquisa, incorporando acadêmicos, profissionais, sociedade, educadores, reguladores e políticos. O pesquisador deve considerar que sua pesquisa pode ser relevante para um ou alguns desses usuários.

Além da discussão relacionada ao que se pode perceber como relevante sob a ótica da pesquisa, é importante considerar dimensões como tamanho/amplitude ou urgência, e tornar o conceito mais concreto. A definição de Oxford associa a relevância a quão útil um problema ou achado é para um grande número de pessoas e organizações. Essa reflexão pode ser aplicada à taxonomia de relevância conceitual, instrumental e legitimadora de Nicolai e Seidl (2010). A grandeza da relevância varia conforme o contexto, o usuário e o tempo.

Em suma, para este estudo, consideramos a relevância na dimensão *lato sensu*, abrangendo a percepção de que um problema ou achado é valioso e útil para pessoas e organizações (gestores e acadêmicos), dimensionada em termos conceituais (aprendizado, reflexão, crítica, *insights*) e instrumentais (ferramenta, aplicação, solução).

Essência: relevância é o grau de importância (valor e utilidade) que a pesquisa proporciona para a comunidade.

2.3 Inovação

A inovação é a introdução, bem-sucedida, de uma ideia, uma prática ou um objeto, percebido como novo, em um determinado sistema social. Pode ter existido anteriormente em outra forma ou em outro cenário, mas, desde que a ideia seja percebida como nova no grupo ou no local, pode caracterizar-se como inovadora (Rogers, 2003).

Como justificativa para inovar, Miles *et al.* (2011) encontraram três razões principais: por razões teóricas, por razões morais ou éticas e por razões práticas. Razões morais ou éticas para inovações estão relacionadas ao desejo de ampliar a compreensão dos aspectos emocionais de um tópico, a fim de apresentar uma imagem holística ou a questões de empoderamento e participação justa aos participantes, aumentando a colaboração ou reduzindo o risco de danos. As razões práticas decorrem de incentivos e/ou tensões na solução de problemas que proporcionem algum tipo de benefício, direto ou não, econômico ou de outra ordem.

Para Rothwell e Gardiner (1985), a inovação não é representada somente por um grande avanço (uma inovação radical), podendo ocorrer de forma modesta e em pequena escala, como uma inovação incremental. Em outras palavras, no lugar de existir ou não inovação, o mais provável é existir esforço de convencimento para indicar o quanto a pesquisa é inovadora. A **inovação** enquanto potencial decorre da lacuna a ser tratada para o problema especificado.

Na pesquisa, a inovação refere-se à introdução de novas ideias, métodos, abordagens ou descobertas que representam uma evolução no campo de estudo. Para Thomas Kuhn (1962), a inovação exerce um papel central nas revoluções científicas, pois desafia o *status quo* com novas teorias e métodos. Popper (1959) corrobora a visão de inovação de Kuhn (1962) e afirma que aquela ocorre quando novas teorias são propostas, testadas e potencialmente refutadas, e promovem o avanço científico.

O clamor por inovação nos métodos de pesquisa social é generalizado (Wiles *et al.*, 2011) e a propensão dos pesquisadores por reivindicá-la é parcialmente fomentada por programas de financiamento de pesquisa, bem como tendências em relatórios de pesquisa (Taylor & Coffey, 2009). Ziman (2000), aborda o papel da interação social entre cientistas para o surgimento de inovações, e enfatiza a importância do consenso e da comunicação para a validação de novas ideias.

Wiles *et al.* (2011) afirmam que uma inovação não deve ser apenas um artifício para atrair a opinião favorável de revisores ou de órgãos de fomento, nem deve ser uma resposta à última onda de entusiasmo. Acima de tudo, deve estar enraizada em tentativas genuínas de melhorar aspectos de contribuições das pesquisas (Taylor & Coffey, 2009). Foster *et al.* (2015) afirmam que a escolha do problema de pesquisa é consequência de uma tensão essencial entre a tradição produtiva e o risco da inovação, e ressaltam que uma publicação inovadora possui maior probabilidade de obter alto impacto, quando comparada com pesquisas conservadoras, mas a recompensa adicional pode não compensar o risco de não publicar. Os autores concluem propondo que, para reduzir o problema da tensão essencial, sejam feitas intervenções políticas com o intuito de fomentar a inovação.

O risco de não publicar pode ser um fator explicativo importante para o fato de que parte significativa da inovação na pesquisa em ciências sociais envolve mais a adaptação de métodos existentes do que a invenção de novos métodos (Wiles *et al.*, 2011). No mesmo trabalho, Wiles *et al.* (2011) propõem uma subdivisão para os estágios de inovação em artigos em: início (*inception*), adaptação e adoção. Essa categorização é hierárquica em termos de novidade, sendo a adoção o nível mais baixo de inovação.

Dessa forma, uma pesquisa científica pode ser considerada inovadora quando atender aos seguintes atributos: (a) originalidade: o trabalho deve apresentar ideias, métodos ou descobertas que são novos para o campo (Kuhn, 1962); (b) significância: a inovação tem impacto significativo no campo, e altera a compreensão ou abordagem de um problema (Popper, 1959); (c) importância: as novas contribuições são importantes para desafios atuais e têm potencial para abrir novos caminhos para a pesquisa futura (Rogers, 2003); (d) validação: as novas ideias são validadas por meio de experimentos ou análises rigorosas que demonstram sua eficácia e aplicabilidade (Ziman, 2000); (e) clareza e complexidade: a inovação é apresentada de forma clara e compreensível e é percebida como fácil de compreender e ser utilizada, o que permite a identificação e a aplicação por outros pesquisadores (Fagerberg, 2005; Rogers, 2003; Dosi, 1988); e (f) compatibilidade: é o grau em que uma inovação é percebida como consistente com os valores existentes, experiências passadas e necessidades de potenciais adotantes. Uma ideia incompatível com os valores e as normas de um sistema social não será adotada tão rapidamente como uma inovação (Rogers, 2003).

Essência: inovação é a introdução de ideias, metodologias ou descobertas que irão reduzir ou eliminar a lacuna.

2.4 Contribuição

A contribuição da pesquisa tem sido foco de interesse e discussão do meio acadêmico e prático nos últimos anos. Destacam-se os trabalhos de Whetten (1989), Alvesson e Sandberg (2011), Corley e Gioia (2011), Albu e Toader (2012), Corley e Schinoff (2017) e Freitag *et al.* (2019), que instigam tanto a reflexão sobre o conceito e a abrangência da contribuição como também a importância desse elemento da pesquisa para o avanço do conhecimento em ciências sociais aplicadas.

Rynes (2002, p. 311) discute que “A noção de contribuição – como muitos outros conceitos abstratos, como qualidade ou verdade – é um tanto subjetiva e só pode ser avaliada no contexto de cada manuscrito”, dada a necessidade da área quanto a um direcionamento com certo nível de estruturação para a compreensão sobre os elementos inerentes à contribuição teórica. Tendo em vista a área de negócios, em particular, percebemos o interesse e a necessidade em compreender e aplicar esse conceito. Por exemplo, Whetten (1989), em seu artigo para a *Academy of Management Review* (AMR), ilustra essa preocupação para com a comunicação aos autores e revisores quanto às expectativas do periódico AMR em relação ao que constitui contribuição teórica. Segundo Corley e Gioia (2011), para ser considerado apto para publicação em um periódico de alto impacto, o artigo necessariamente deve apresentar contribuição teórica, ou seja, a contribuição teórica é tratada como um requisito para o ambiente acadêmico.

Segundo Corley e Gioia (2011, p. 12) “Theory is a statement of concepts and their interrelationships that shows how and/or why a phenomenon occurs”, ou seja, a teoria tem como base central a explicação de um fenômeno de forma sistemática e formalizada. Conforme apontado pela literatura, contribuição teórica se refere ao avanço significativo em como compreendemos e explicamos um fenômeno, seja teoricamente ou empiricamente (Corley e Schinoff, 2016, Corley & Gioia, 2011).

Desse modo, a discussão é orientada ao entendimento de que as pesquisas apresentam contribuição quando propõem uma discussão sob o olhar incremental (a partir da teoria existente, como, por exemplo, quando a adição de uma nova variável ao modelo altera a percepção do fenômeno estudado), ou sob o enfoque revelador (quando propõe uma nova teoria ou mudança substancial na forma de se explicar o fenômeno, e altera, por exemplo a problemática, o paradoxo, ou ainda sugere uma mudança nos pressupostos teóricos). Segundo Alvesson e Sandenberg (2011), essa última modalidade permite explorar pesquisas mais “interessantes” e, conseqüentemente, com maior potencial de atenção e citação para a publicação.

Adicionalmente, ressaltamos que a contribuição da pesquisa passa, ainda, necessariamente, pela utilidade da discussão, ou seja, permitir o avanço na base teórica e/ou melhorias e reflexões em termos práticos (Whetten, 1989). Nesse sentido, destaca-se que a utilidade perpassa a ideia de (i) utilidade científica – permite a aplicação/replicação da teoria no sentido de avançar as discussões e de (ii) utilidade prática – permite a aplicação em problemas que os profissionais e organizações enfrentam (Corley & Gioia, 2011).

Conforme tratado por Corley e Gioia (2011), a contribuição de uma pesquisa se interrelaciona com a relevância e a inovação, no sentido de que acaba sendo uma consequência desses dois atributos e tem como pano de fundo a lacuna de pesquisa. Enquanto a relevância foca na utilidade da pesquisa para determinados usuários (para quem), a contribuição foca no conhecimento (o que) que a pesquisa oferece a esses atores. Adicionalmente, enquanto a inovação foca no desenho do projeto (construto ou abordagem metodológica), a contribuição proporciona um olhar *ex post* para o conhecimento gerado à base científica existente.

Corley e Gioia (2011) sugerem que a contribuição teórica deve incluir também algum nível de antecipação em termos de futuros problemas a serem explicados pela teoria em questão, e/ou futuras necessidades provenientes do campo prático. Os autores trataram desse elemento de “prescient theorizing” e reforçam, que, cada vez mais os pesquisadores são chamados a refletir sobre os impactos de suas pesquisas em termos de relacionamento entre pesquisador *versus* pesquisador e pesquisador *versus* campo prático, ou seja, de modo a contemplar e a complementar os elementos de originalidade e utilidade da pesquisa.

É importante destacar que, mesmo que pesquisas com contribuição incremental recebam menor atenção atualmente (e focalizem *top journals*), ainda assim são consideradas fundamentais sob a lógica científica, ao passo que um dos aspectos inerentes à definição de teoria é a possibilidade de replicação e aplicação do conhecimento em outros contextos, bem como considerando aspectos não concebidos previamente pelo modelo teórico (Corley & Gioia, 2011). Sendo assim, conhecer a potencial contribuição da pesquisa e como ela se caracteriza em termos de originalidade e utilidade para a teoria e a aplicação prática são elementos importantes quanto ao atendimento do problema de pesquisa investigado e à comunicação do estudo.

Essência: contribuição é o novo conhecimento que avança a compreensão e o desenvolvimento do campo.

2.5 Impacto

No Brasil, há pesquisadores que têm debatido a necessidade de se contemplar na pesquisa científica rigor e relevância prática (Costa *et al.*, 2022). Dentro dessa discussão, Costa *et al.* (2022, p. 829) propõem o modelo orientado ao impacto societal (Mois), “integrando a produção sob o mérito do método científico com a entrega de valor e a promoção de impactos positivos na sociedade”. A pesquisa deve levar o público externo à academia a pensar e a agir de maneira diferente, visando melhorar o funcionamento das organizações e o ambiente de organizacional (Alvesson, 2012).

Aparentemente, as instituições de pesquisa podem proporcionar subsídios mais efetivos do que a própria literatura de metodologia. Assim, citamos algumas manifestações:

- “O impacto da pesquisa é a contribuição demonstrável que a pesquisa faz para a economia, sociedade, meio ambiente e cultura, além da contribuição para pesquisa acadêmica”, conforme proposto pelo *Australian Research Council* (Stratford, 2020). A abordagem australiana é amplamente utilizada por instituições e pesquisas acadêmicas.
- “O impacto de algumas pesquisas é evidente imediatamente, enquanto em outros casos pode levar anos, ou mesmo décadas, antes que o verdadeiro valor se torne aparente. Não existem preditores simples de benefícios ou resultados potenciais, e nenhuma medida única de impacto”. (Oxford University, 2024)

- “O impacto da pesquisa é uma mudança real no mundo real. Existem muitos tipos diferentes de impacto, incluindo atitudinal, consciência, econômico, social, político, cultural e saúde. É preciso muito trabalho e persistência para criar o impacto da pesquisa. O impacto é alcançado por meio de várias etapas que incluem ajudar públicos relevantes a descobrir, conectar-se, compreender, aplicar e defender a pesquisa.” (Rapple, 2019)
- “Temos tido sucesso quando o conhecimento gerado por nossas pesquisas contribui, beneficia e influencia a sociedade, a cultura, o meio ambiente e a economia. Valorizamos tanto o processo quanto o resultado, uma vez que trabalhar com parceiros que utilizam os novos conhecimentos que criamos informa nossos rumos e métodos de pesquisa.” (University of York, 2024).

Do ponto de vista deste trabalho, adotamos a abordagem do *Australian Research Council*, com algumas considerações para atender à demanda da operacionalização. Do ponto de vista do ambiente editorial, a palavra impacto é endógena, voltada para a aceitação de artigos e periódicos (Reips & Matzat, 2013; Oliveira & De Andrade Martins, 2019; Corley & Gioia, 2011), ou seja, o pesquisador escreve para o pesquisador, e o fator de impacto resolve a questão que isso significa. Dentro do próprio ambiente editorial, o entendimento da palavra impacto, há algum tempo, passa a ter uma forma mais ampla, e impacto, além da lógica acadêmica de citação e adoção (Tushman & O'Reilly, 2007; Gulati, 2007; Alvesson & Sandberg, 2011), passa a ter adicionada a lógica de benefício a alguém, também chamado de relevância prática (Nicolai & Seidl, 2010). Além disso, as agências reguladoras passaram a cobrar impacto em um sentido mais amplo sobre a sociedade em si, principalmente em razão da competição por recursos para os projetos de pesquisa com áreas mais competitivas em exteriorização no ambiente das organizações, para que seja percebido como de impacto (Daft & Lewin, 2008).

Em linha com essa perspectiva, Wickert *et al.* (2021) questionam, complementam a abordagem australiana e organizam os tipos de impacto que, como cientistas sociais, possuem, ao mesmo tempo, a competência e a responsabilidade de ampliar o escopo de partes interessadas para engajar e influenciar mais atores como acadêmicos, profissionais, sociedade, reguladores e educadores. O **impacto acadêmico** é alcançado ao produzir pesquisas que são inovadoras e interessantes, e focam em estudos orientados por problemas e por fenômenos, de modo a avançar o conhecimento teórico. O **impacto prático** foca em entender e abordar as necessidades dos profissionais no ambiente profissional, desenvolver ferramentas cientificamente validadas e explicar as aplicações práticas dos achados, ajudando os profissionais a implementarem os *insights* da pesquisa em problemas reais. O **impacto social** é obtido quando a pesquisa proporciona soluções para questões e problemas sociais e/ou fomenta debates nesse âmbito. O **impacto político-regulatório** é alcançado quando a pesquisa está engajada a influenciar na formulação de políticas públicas e nas normas de organização reguladores. O **impacto educacional** foca em aprimorar o ensino e a aprendizagem, por exemplo, por meio de currículos e práticas de ensino inovadores (Wickert *et al.*, 2021).

De qualquer forma, a demanda por uma visão ao mesmo tempo mais clara e mais efetiva do que seria impacto é requerida. Isso é percebido na comunidade e na associação entre pesquisas que são muito citadas e que trazem mudanças nas organizações e na sociedade (Alvesson & Sandberg, 2011; Gulati, 2007)

Adicionamos a especificação de elementos que devem ser levados em conta: (a) a abordagem considera o impacto teórico e o impacto “demonstrável”, que resgata o campo em seus contextos; (b) o impacto deve ser considerado não apenas no curto, mas também médio e longo prazos, com inspiração proporcionada pela Oxford University; e (c) pensar em produtos, mas também em processo é a contribuição da York University.

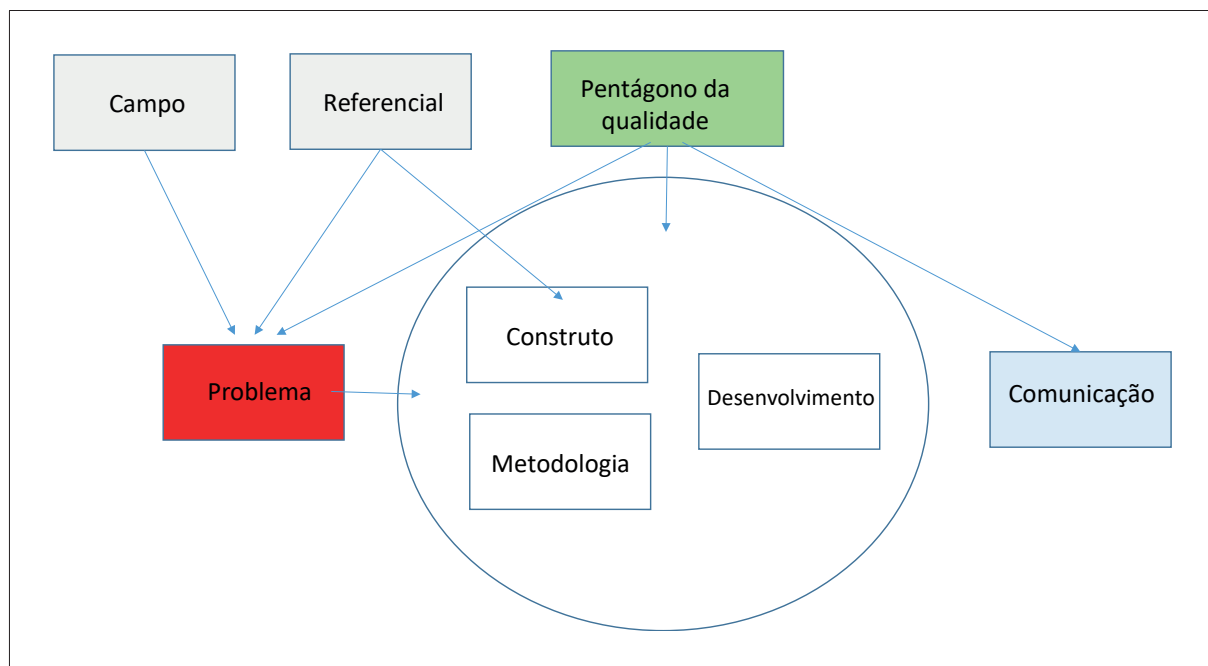
Essência: impacto é aquilo que o novo conhecimento modifica na comunidade.

3 Desenvolvimento Metodológico e Proposta de Aplicação

Este trabalho teve origem em um editorial (Frezatti, 2020), no qual foram discutidos elementos da qualidade de um projeto e um artigo de comunicação dos resultados de pesquisa. Apesar de figurar como um dos materiais mais lidos na Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC, 2024), sentimos falta de esclarecimentos conceituais mais uniformemente aceitos e encaminhamento prático para serem utilizados. Quanto ao tipo de pesquisa, caracteriza-se como teórico-metodológico. A ideia desta discussão nasceu de forma desprentensiosa, em reuniões nas quais discutíamos os elementos do pentágono e a sua prática, levando em conta a área, em momentos diferentes, tanto na montagem de projetos de pesquisa como na comunicação de artigos. Quanto ao processo, tivemos reuniões nas quais discutimos os conceitos, pensando na aplicação desses em projetos.

O desenvolvimento de pesquisas nas áreas com o guarda-chuva de ciências sociais aplicadas pode se iniciar pelo conhecimento do campo e uma percepção heurística de trazer novos conhecimentos sobre um tema; pode também surgir em função de pesquisa bibliográfica que relate o estado da arte de várias matizes e que se perceba algo ainda não tratado, evidenciado ou proposto.

Uma vez estabelecido o problema, a questão de pesquisa especifica o direcionamento, o foco e restringe o escopo. A partir daí, temos a dimensão da construção da pesquisa em duas perspectivas: (i) os elementos que proporcionam a **qualidade intrínseca** da pesquisa, que são o construto teórico demandado para que a etapa do campo se desenvolva; e (ii) os elementos operacionais que organizam, testam e burilam os ingredientes da pesquisa, os quais permitem que, ao encerrá-la, se pense em comunicá-la (Figura 1).



Fonte: desenvolvida pelos autores com base na literatura e nas reflexões do grupo.

Figura 1. Etapas de desenvolvimento de uma pesquisa científica

A partir do exposto na seção anterior, apresentamos uma descrição do conceito e das propriedades de cada atributo do pentágono (Tabela 1). Além disso, indicamos os principais referenciais teóricos que deram forma a esses atributos e inspiraram a proposição do pentágono.

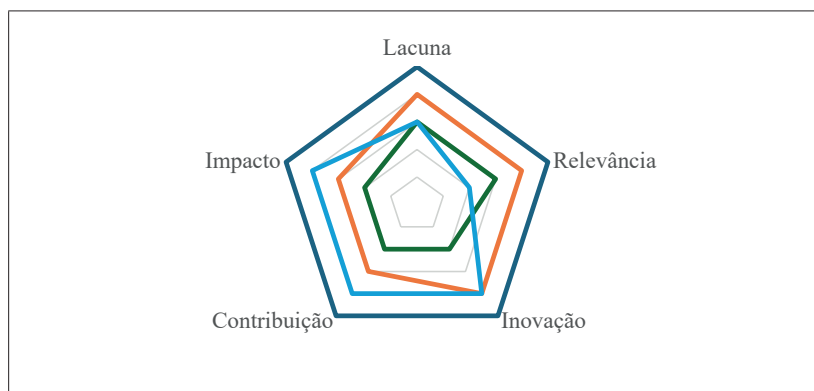
Tabela 1.

Caraterização dos Atributos do Pentágono

Elemento	Essência	Propriedades	Referencial teórico
Lacuna	é algo que não se sabe ou não é completamente compreendido sobre o fenômeno, que não consta da literatura disponível da área, no país e no exterior.	Interação das lógicas Costura de conhecimentos	Sandberg e Alvesson (2011)
Relevância	é o grau de importância (valor e utilidade) que a pesquisa proporciona para a comunidade.	Quão relevante é o problema/ Para quem é relevante	Corley e Gioia (2011), Daft e Lewin (2008), e Nicolai e Seidl (2010)
Inovação	é a introdução de ideias, metodologias ou descobertas que irão reduzir ou eliminar a lacuna.	Qual a parte da lacuna teórica, empírica e metodológica está sendo mitigada	Miles <i>et al.</i> (2011)
Contribuição	é o novo conhecimento que avança a compreensão e o desenvolvimento do campo.	Teórica e empírica	Corley e Gioia (2011)
Impacto	é aquilo que o novo conhecimento modifica na comunidade.	O que muda ou pode mudar em que parte da comunidade / Transformam a prática de diversos atores	Alvesson e Sandberg (2011), Gulati, 2007) e Wickert <i>et al.</i> (2021)

Fonte: desenvolvida pelos autores com base na literatura e nas reflexões do grupo.

No que se refere aos elementos do pentágono, eles influenciam uns aos outros, em uma lógica interdependente que, ao alterar algo na pesquisa, proporciona invariavelmente mudanças e ajustes nos demais elementos. Também é possível avaliar a qualidade de uma pesquisa a partir dos vértices do pentágono (Figura 2). Na figura, podemos perceber que as pesquisas podem ter pontos fortes distintos e dificilmente teremos os pontos máximos para todos os elementos.



Fonte: adaptada de Frezatti (2020).

Figura 2. Pentágono da qualidade demonstrando diferentes configurações dos cinco atributos da qualidade

Podemos avaliar os elementos do pentágono com a análise qualitativa que desenvolveremos na seção seguinte, a partir de uma rubrica que se propõe a avaliar os elementos do pentágono em uma pesquisa científica (Tabela 2), seja no estágio de projeto, *working paper*, ou de uma pesquisa já publicada. No estágio de projeto de pesquisa e *working paper*, como a realizada no presente estudo, essa análise busca proporcionar avaliação da qualidade de pesquisa, em relação ao tema e à amplitude em que é explorado, relevância, potencial de contribuição, dentre outros aspectos. Propomos, portanto, três níveis para avaliação de cada elemento do pentágono. Apesar de aparentar ser uma análise simplificada, na verdade é desafiadora, uma vez que esses atributos estão entrelaçados na argumentação e no posicionamento da pesquisa.

Tabela 2.

Tabela 2

Rubrica de análise dos elementos do pentágono

Elemento	Inadequado	Passível de melhoria	Adequado
Lacuna	Não evidenciada e não percebida	Existente, mas muito abstrata, de difícil entendimento e aceitação	Clara e entendida
Relevância	Obscuro o benefício e/ou beneficiário	Importância específica, local ou grupal	Relevância clara e para quem é relevante econômica e/ou socialmente
Inovação	Falta de evidências de algo que não se sabe	Inovação existe, mas é de pequena monta	Evidenciada a inovação e sua extensão
Contribuição	Falta de evidência de lacuna leva a entender que não existe contribuição. Se tiver, existirá desalinhamento entre os elementos	Contribuição que mitigue a lacuna, mas ela ainda continua existindo	Contribuição que elimine/ preencha a lacuna
Impacto	Não evidenciado impacto nos vários segmentos da comunidade	Existe potencial de impacto, mas é difuso e não está clara a sua ocorrência	O impacto é entendido e existe percepção de que pode se concretizar de maneira ampla

Fonte: desenvolvida pelos autores com base na literatura e reflexões do grupo.

4 Análise do pentágono do projeto explorado

A evidenciação do uso é fundamental para que se possa avaliar a utilidade da abordagem e perceber o potencial de atuação e oportunidade de aperfeiçoamento que ela proporciona. Nesse sentido, desenvolvemos o processo de análise a partir de um **projeto de pesquisa** em elaboração, sobre temas similares de pesquisa, devidamente autorizado pelos autores. Os trechos do projeto são apresentados em quadros, seguidos das reflexões para cada um dos cinco elementos do pentágono.

Antes de destacar os trechos do projeto, vamos fornecer uma breve contextualização do problema de pesquisa proposto para investigação. A discussão sugerida no projeto parte da premissa de que a diferença de volatilidade dos ambientes de negócios pode demandar um conjunto de artefatos com diferentes complexidades e formas de uso no processo de planejamento e controle, quando comparadas organizações do ambiente anglo-saxão com o de países emergentes, dadas as diferenças no macro ambiente. Além disso, diferentes fases da evolução organizacional podem demandar diferentes configurações do conjunto de artefatos do controle gerencial. O planejamento estratégico, orçamento, *forecast*, BSC e controle orçamentário podem ser utilizados em diferentes configurações e a relevância de cada um deles no modelo de gestão pode se alterar em decorrência da estabilidade e da turbulência do ambiente. A configuração corresponde ao conjunto de elementos que fazem sentido juntos e que, uma vez alterados, correspondem a outro pacote de elementos. Uma configuração tem utilidade em um dado contexto e momento organizacional e tem por objetivo otimizar a acurácia no processo de planejamento e controle, o que proporciona impacto sobre a assertividade interna no direcionamento da gestão. Mudanças no ambiente e no estágio de desenvolvimento podem proporcionar demandas da configuração do controle gerencial. Assim, o **problema a ser tratado no projeto de pesquisa é a acurácia do processo de planejamento e controle associado aos artefatos nas empresas familiares de médio e grande portes**. Para analisar cada um dos elementos do pentágono, consideramos os seguintes **passos reflexivos**:

4.1 Lacuna

A primeira lacuna considera que, em um ambiente de pesquisa em que o modelo de Simons (1995) é predominante, não existe preocupação em estruturar o que compõe o sistema de uso diagnóstico e mesmo o sistema de controle de uso interativo. O modelo simplesmente pressupõe que os artefatos existem e vão proporcionar tanto o uso diagnóstico como o uso interativo. A segunda lacuna está ligada ao fato de que o controle gerencial (Anthony, 1965) nasceu e teve parcela relevante de seu desenvolvimento em ambiente de países desenvolvidos, preponderantemente com cultura anglo-saxã, exigindo adaptação quando utilizado em organizações que atuem em ambiente emergente (Howorth, Rose, Hamilton, and Westhead, 2010). A expectativa é que a pesquisa fora desse eixo traga conhecimentos inovadores (Xu and Meyer, 2013). Um contraponto à visão monolítica que considera que o que se desenvolve em um dado ambiente pode ser simplesmente transplantado para outro é uma lacuna para a qual esta pesquisa traz contribuições. A terceira lacuna refere-se à ausência de percepção de dinamismo nas configurações, como se fossem estáveis ao longo do tempo e em organizações diferentes. Quanto ao equilíbrio, esse é do tipo pontual, ou seja, as organizações alternam estados de equilíbrio e de desequilíbrio, com períodos de descontinuidade, que interrompem os períodos de estabilidade. Quanto à distribuição temporal da mudança, essa ocorre de maneira episódica, na forma de impulsos, em parte porque as organizações são rigidamente acopladas. Finalmente, quanto à premissa de efetividade, considera-se que há equifinalidade, isto é, admite-se que existam diferentes formas igualmente válidas para uma mesma situação (Meyer *et al.*, 1993). Como isso é possível se as tensões dinâmicas se sucedem nas atividades rotineiras da empresa? A quarta lacuna diz respeito à identificação do que seria aceitável pelas organizações em termos de acurácia, e tem sido simplesmente ignorada pelos pesquisadores. A partir daí, podemos discutir adequação da configuração. A quinta lacuna se refere ao foco de pesquisa voltado para as empresas familiares de médio e grande portes, ambiente pouco pesquisado, principalmente quando se trata de empresas que não estão listadas em bolsa de valores.

1. Referencial que se relaciona com o tema e que vai suportar a estruturação do projeto e será parte do construto.
2. Identificação do que o referencial não trata em relação ao problema, sendo que o olhar leva em conta: ambiente, amplitude, relação com outros elementos, ênfase e customização de público-alvo. A lógica da lacuna passa pelo que não se sabe e que seja, em alguma dimensão, relevante para algum público-alvo.
3. No exemplo, a combinação das lacunas apresenta: ausência de estruturação detalhada de um modelo: (1) ambiente diferente do que vivemos, levando em conta homogeneidade e estágio de desenvolvimento, o que abre discussão para a questão do transplante ou a adaptação de uma visão conceitual; (2) ausência de dinamismo, que provoca a percepção de que os modelos devam ser revistos periodicamente, o que contribui para a perenidade dos mesmos em algumas situações; (3) equifinalidade, que proporciona uma oportunidade de perceber alternativas, o foco da pesquisa em acurácia; (4) aparece dentro de um arcabouço robusto de argumentação em que fica facilitado o entendimento dos demais itens e as empresas familiares; e (5) um segmento que está ganhando força em termos de campo de análise.

4.2 Relevância

Em um ambiente estável, a acurácia pode demandar ações de acompanhamento para zelar que “as coisas aconteçam”; em um ambiente volátil, além dessa preocupação, instrumentos e ações são demandados para “manter e tornar realidade” as questões estratégicas do planejamento. Nesse contexto, acurácia é mais do que “acertar” o que vai acontecer, mas sim “fazer acontecer o que foi decidido”. Na verdade, esse é o papel do mecanismo (Merchant e van Stede, 2007, 8). A pesquisa é relevante porque: i. trata tema fundamental à gestão e sustentabilidade das empresas, ou seja, a efetividade dos artefatos de planejamento e controle; e ii. foca no segmento de organizações que correspondem a cerca de 70-80% do PIB do Brasil e dos quais pouco se sabe sobre o tema.

1. A clareza na identificação das lacunas é um antecedente relevante, pois elas poderão trazer diferentes amplitudes à relevância.

2. A combinação de lacunas deve levar a uma oportunidade de ampliação da relevância, portanto, quando a relevância parecer ser pequena, voltar para a lacuna pode ser um caminho adequado de aperfeiçoamento. No exercício, o fato de se tratar de empresas familiares abre um leque de benefícios para uma parcela muito relevante das organizações, o que foi indicado pela participação no PIB e emprego. A relevância passa pela amplitude de benefício e algo que seja universal tem mais força do que algo a ser usado apenas em um ambiente específico. Embora possa ser entendido como óbvio, na comunicação isso pode trazer impactos de entendimentos distintos. Além disso, o tema sustentabilidade é algo a ser valorizado e mecanismos são demandados para sua ocorrência.
3. Além de destacar o “para quem”, a pesquisa precisa delimitar “para que” serve. Nesse aspecto, o projeto valoriza que a acurácia dos mecanismos de planejamento tem valor e utilidade para as empresas que atuam em um ambiente estável (ações de acompanhamento), bem como para empresas que atuam em um ambiente mais volátil, no sentido do desafio de “fazer acontecer o que foi decidido”.
4. A análise da relevância pode se alterar quando forem levadas em conta as seguintes perspectivas de abrangência do problema: ambiente, amplitude, relação com outros elementos, ênfase e customização de público-alvo.

4.3 Inovação

A abordagem é inovadora, pois, à medida que se desenvolve, proporciona retribuição individual à medida que as empresas venham a aderir e serem aceitas na amostra estratificada. Esse caminho foi escolhido a fim de: (i) melhorar a credibilidade dos dados; (ii) melhorar a imagem do tema “pesquisa” perante as empresas; e (iii) gerar relacionamento de longo prazo com as organizações. Não encontramos outras pesquisas publicadas que tenham feito tal opção.

1. **Originalidade:** avaliar se a pesquisa apresenta ideias, métodos ou descobertas que são novos para o campo (Kuhn, 1962). A proposta de retribuição individual às empresas é uma inovação original não encontrada em outras pesquisas publicadas.
2. **Significância:** verificar o impacto significativo da inovação no campo e alterar a compreensão ou a abordagem de um problema (Popper, 1959). A inovação proposta eleva a qualidade e a credibilidade dos dados, o que tem um impacto significativo na robustez e validade dos resultados.
3. **Importância:** identificar a relevância das novas contribuições para desafios atuais e o potencial de abrir novos caminhos para a pesquisa futura (Rogers, 2003). A retribuição às empresas melhora a imagem da pesquisa, promove relacionamentos de longo prazo e beneficia futuras colaborações e estudos.
4. **Validação:** garantir que as novas ideias sejam validadas por meio de experimentos ou análises rigorosas e demonstrar sua eficácia e aplicabilidade (Ziman, 2000). A abordagem metodológica original deve ser validada pela melhoria na credibilidade e na qualidade dos dados.
5. **Clareza e complexidade:** apresentar a inovação de forma clara e compreensível, percebida como fácil de entender e utilizar, e permitir a identificação e aplicação por outros pesquisadores (Fagerberg, 2005; Rogers, 2003; Dosi, 1988). A metodologia de retribuição deve ser clara para que outras pesquisas possam replicar e adaptar a abordagem.
6. **Compatibilidade:** avaliar o grau em que a inovação é consistente com os valores existentes, as experiências passadas e as necessidades de potenciais adotantes. Uma ideia incompatível com os valores e as normas de um sistema social não será adotada rapidamente (Rogers, 2003). A proposta de retribuição deve ser compatível com as práticas e expectativas das empresas participantes, facilitando sua aceitação e implementação.

4.4 Contribuição

O estudo contribui para o entendimento das diferentes configurações de planejamento e controle e, potencialmente, o aperfeiçoamento do modelo de gestão ao proporcionar informações sobre configurações mais adequadas às necessidades das organizações para o seu estágio. Isso pode ser utilizado de forma proativa no modelo de gestão, aumentando a assertividade e reduzindo riscos por se ajustar de forma proativa às crises, que como resposta, criam as revoluções (Greiner, 1972, 1997, 1998).

1. Tendo clareza sobre a inovação, a contribuição pode ser teórica, e, com isso, afetar de maneira substantiva o que se sabe, e gerar novas oportunidades ou se limitar às contribuições empíricas com maior dificuldade de teorização, mas úteis para um dado nicho.
2. A separação e a argumentação reivindicando as contribuições devem remeter ao que foi descrito em lacuna, relevância e inovação. A depender do veículo de comunicação, o detalhamento ou a síntese das contribuições são enfatizadas. No exemplo explorado, a opção foi o esforço pela síntese.
3. No exemplo, temos como **contribuições teóricas**, remetidas pelas lacunas, o conhecimento sobre o conjunto de mecanismos do sistema de controle, o qual indica que o conjunto não é uniforme e que pode existir com composições e importâncias diferentes, de modo a atender às necessidades da organização e a contribuir para a abordagem da equifinalidade. Aliada a isso, a percepção de que o conjunto tem perspectiva dinâmica e não simplesmente estática permanente, em dado momento, traz oportunidade de entendimento de evolução do sistema. Nesse sentido, a percepção de que a acurácia é importante e pode ser entendida de maneira distinta pelas empresas é uma inovação que contribui para a literatura de sistemas de controle gerencial.
4. Além disso, como **contribuições práticas, empíricas**, temos a abordagem específica das empresas familiares, principalmente as não listadas em bolsas de valores, mas que representam alta relevância para a geração de riqueza do país, que apresentam características diferenciadas ao longo do tempo. Finalmente, uma contribuição empírica específica é o fato de ser uma pesquisa voltada para um ambiente pouco pesquisado, o dos países emergentes.

4.5 Impacto

Em um ambiente com volatilidade, como o caso brasileiro, os conhecimentos proporcionados pela pesquisa podem proporcionar impactos altamente relevantes nas organizações, à medida que os gestores possam desenvolver suas atividades com maior assertividade ao entenderem o que se constitui em “normalidade” em função do estágio organizacional vivenciado e aquilo que pode ser aperfeiçoado simplesmente. Esse é denominado impacto acadêmico, também chamado de teórico, que decorre da forma indireta de afetar as organizações e as pessoas. Ao entenderem e gerenciarem as mudanças organizacionais, as organizações podem proporcionar melhores condições de atuação, e afetar condições de crescimento e com isso o aumento do próprio emprego. Outros impactos que podem ser mencionados são: o impacto prático sobre gestores das organizações, que aperfeiçoam os seus modelos e, com a melhor acurácia, geram maior eficiência para as organizações; o impacto social decorre do impacto prático, ou seja, a maior eficiência proporciona condições de sustentabilidade econômica, e afeta o nível de emprego; e, finalmente, o impacto educacional chega ao alunado, que passa a ser mais bem preparado para os desafios quando inserido no mercado de trabalho.

1. Normalmente, nas várias áreas do desenvolvimento humano, esse é o item do pentágono que provoca mais dificuldades para os autores, sobretudo da área de negócios, dado que sintetizam vários elementos de alta abstração e possibilidades.
2. Por estarmos em uma área social aplicada, o impacto indireto, frequentemente, pode ser o mais honesto para o “público final”. Quanto mais próximo pudermos nos colocar nesse sentido, maior será a força da comunicação da pesquisa. Exemplo: se conseguirmos mostrar que o uso do sistema de controle diagnóstico salva vidas, maior a força. Entretanto, por ser pouco provável, caminhamos para uma abordagem que indique que afetamos as pessoas, que por sua vez, salvam pessoas.

3. O referencial (Wickert *et al.*, 2021) indica que as várias possibilidades de impacto devem ser consideradas, tais como: i. impacto acadêmico, ou teórico, indireto em relação ao beneficiário final, medido por citações, principalmente; ii. o impacto prático, do ambiente profissional; iii. o impacto social, mais abrangente e que pode ser direto ou indireto; iv. o impacto político regulatório quando potencializa políticas públicas; e v. o impacto educacional quando aprimora o ensino e a aprendizagem.
4. O impacto indicado no exemplo se refere a gerar maior assertividade, que, por sua vez, aperfeiçoa a gestão. Com isso, temos impacto sobre a gestão (as organizações enquanto alvos de sustentabilidade da pesquisa) e o emprego (que beneficia as pessoas no desenvolvimento econômico).

A aplicação do pentágono da qualidade, conforme discutimos neste estudo, destaca-se como uma ferramenta útil e robusta para o planejamento e a execução de pesquisas em ciências sociais aplicadas, especialmente no campo da contabilidade, que é a tônica do projeto de pesquisa que serviu de base para esta discussão. É importante ressaltar que o pentágono da qualidade é uma abordagem subjetiva, e a avaliação de seus cinco elementos – lacuna, relevância, inovação, contribuição e impacto – aqui explorados foi moldada pela nossa visão de mundo e do nosso viés como pesquisadores. Dessa forma, a subjetividade da análise do pentágono é inerente ao método. Cada pesquisador e, conseqüentemente, cada avaliador, terá um modelo mental próprio para a construção do pentágono, que poderá ser diferente de um autor ou avaliador para o outro.

A identificação de lacunas de pesquisa nos permite focar em áreas onde o conhecimento é limitado ou inexistente, e incentiva investigações que possam preencher essas lacunas de maneira significativa. A relevância assegura que nossas pesquisas sejam direcionadas a questões que realmente importam para a comunidade acadêmica e prática, o que aumentando a utilidade e a aplicabilidade dos resultados. A inovação é essencial para o avanço científico, e introduz novas ideias e metodologias que podem transformar o campo de estudo. Este estudo destacou a importância de não apenas buscar inovação, mas também de validá-la rigorosamente para garantir sua eficácia e aplicabilidade.

A contribuição de uma pesquisa deve ser clara, substancial e precisa adicionar novo conhecimento ou expandir teorias existentes de forma significativa. Evidenciamos que a contribuição teórica e empírica é crucial para o avanço do campo e deve ser cuidadosamente articulada e defendida. O impacto de uma pesquisa deve ser tratado não apenas em termos acadêmicos, mas também em termos práticos, sociais, políticos e educacionais. Propusemos uma visão ampla do impacto, e sugerimos que nossa pesquisa deve influenciar positivamente a sociedade em várias dimensões.

O importante é que os elementos do pentágono sejam analisados de forma integrada, considerando o contexto e as necessidades específicas do campo de estudo. Dessa forma, acreditamos que esta abordagem pode aprimorar a qualidade das pesquisas que produzimos, e facilitar a nossa vida, bem como a de autores, revisores, editores e orientadores.

5 Considerações (In)Finais

Se com a leitura desta discussão você buscava instrumentalizar um roteiro capaz de levá-lo até o terrorista, enviá-lo à prisão e garantir tranquilidade por vastos anos de condenação, lamentamos informar que nosso racional não tem essa pretensão. Isso porque, ainda que você reúna um extenso dossiê com provas de todos os elementos que destacamos aqui como relevantes para promover a qualidade intrínseca da pesquisa, os argumentos tendem a não ser igualmente aceitos pelos diversos juizes que podem ser designados para avaliar o seu caso. Assim como destacado na terceira lacuna do projeto aqui explorado, o dinamismo característico de um campo de pesquisa é praticamente um consanguíneo do terrorista. Significa dizer que os elementos do pentágono podem ser interpretados de forma distinta em função da audiência (diferentes pessoas) e, ainda, que a mesma audiência pode entender que um elemento que era importante não mais assume esse *status*, dada a dinamicidade da ciência.

A reflexão que buscamos estimular com este artigo teórico-metodológico vai na mesma linha do agente do filme que sempre chegava atrasado e ouvia de seu mentor que deveria voltar de onde saiu. Assim, no fechamento desta discussão – normalmente denominada de considerações finais em inúmeras pesquisas, convidamos todos os leitores a retomarem suas considerações iniciais. A ideia não é que ao final desta leitura você tenha um *checklist* de como avaliar o pentágono da qualidade de um ou mais projetos de pesquisa, mas que você esteja atento à robustez que a preocupação com esses cinco elementos pode proporcionar a uma investigação que se pretende desenvolver. Conforme declarado no objetivo do trabalho, a pesquisa deve **proporcionar argumentos** para os pesquisadores estruturarem seus projetos e artigos; argumentos para si próprios e para terceiros, assim como para avaliadores e leitores desenvolverem suas análises e reflexões.

Entendemos que lacuna, relevância, inovação, contribuição e impacto podem ter pesos e medidas diferentes e nosso esforço não caminha na direção de mensurá-los objetivamente, mas de alertar os pesquisadores do campo da contabilidade para sua existência e, mais que isso, para o fato de que estão interrelacionados. Conforme pontuado nas considerações iniciais, quando um dos elementos do pentágono não é bem desenvolvido, o potencial dos demais está comprometido.

Destacamos que, se a partir das reflexões e provocações que apresentamos você conseguiu estruturar um roteiro para chegar a algum lugar, este filme o ajudou. Amadurecer é um processo que consome tempo em níveis e efetividades diferentes para cada pesquisador, mas que se propõe a facilitar a vida de alguém, além da sua, do editor, dos autores e dos alunos, dos gestores, ou seja, da comunidade científica e prática como um todo. Se você não fez algo tão formal em termos de roteiro, mas vai rever mentalmente seus projetos e consumir mais tempo quando chegar a hora de estruturar novos projetos, a fim de garantir que os cinco elementos do pentágono estejam minimamente contemplados, também entendemos que houve ganho.

Por fim, o pentágono que foi proposto aqui é um pentágono subjetivo, ou seja, é um racional que não se propõe a alimentar um sistema capaz de indicar uma nota que habilita uma espécie de aprovação ou reprovação, mas um racional que, de alguma forma, auxilie a comunidade acadêmica a conviver e a reagir em um campo em constante transformação. A depender da forma como você enxerga o mundo, sua pretensão pode ser perseguir e eliminar o terrorista. Respeitamos essa posição, mas a tribo que assina este texto recomenda que se aprenda a conviver com a ideia de que o pentágono da qualidade intrínseca de uma mesma pesquisa pode assumir diferentes configurações.

Referências

- Albu, C. N., & Toader, S. (2012). Bridging the gap between accounting academic research and practice: some conjectures from Romania. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 11(2), 163-173.
- Alvesson, M. (2012). Do we have something to say? From re-search to rei-search and back again. *Organization*, 20(1), 79-90.
- Alvesson, M., & Sandberg, J. (2011). Generating research questions through problematization. *Academy of Management Review*, 36(2), 247-271.
- Boaventura, E. M. (2004). *Metodologia da pesquisa: monografia, dissertação, tese*. Atlas.
- Burt, R. S. (2004). Structural holes and good ideas. *American journal of sociology*, 110(2), 349-399.
- Colquitt, J. A., & George, G. (2011). Publishing in AMJ—part 1: topic choice. *Academy of management journal*, 54(3), 432-435.
- Corley, K., & Gioia, D. (2011). Building theory about theory building: What constitutes a theoretical contribution? *Academy of Management Review*, 36(1), 12-32. <https://doi.org/10.5465/amr.2009.0486>

- Corley, K. G., & Schinoff, B. S. (2017). Who, me? An inductive study of novice experts in the context of how editors come to understand theoretical contribution. *Academy of Management Perspectives*, 31(1), 4-27.
- Costa, F. J. D., Machado, M. A. V., & Câmara, S. F. (2022). Por uma orientação ao impacto societal da pós-graduação em administração no Brasil. *Cadernos EBAPE. BR*, 20(6), 823-835.
- Daft, R. L., & Lewin, A. Y. (2008). Rigor and relevance in organization studies: Idea migration and academic journal evolution. *Organization Science*, 19(1), 177-183. <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0346>
- Dosi, G. (1988). *Technical Change and Economic Theory*. Pinter Publishers.
- Fagerberg, J. (2005). *The Oxford Handbook of Innovation*. Oxford University Press.
- Falaster, C., Ferreira, M. P., & Canela, R. (2016). Motivos de rejeição dos artigos nos periódicos de administração. *Organizações & Sociedade*, 23(77), 285-306. <https://doi.org/10.1590/1984-9230776>
- Foster, J. G., Rzhetsky, A., & Evans, J. A. (2015). Tradition and innovation in scientists' research strategies. *American sociological review*, 80(5), 875-908.
- Freitag, V. da C., Martins, V. de Q., Ribeiro, S. P., Schuh, C., & Ott, E. (2019). Percepções das Barreiras de Difusão da Pesquisa Gerencial por Pesquisadores e Profissionais. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 13(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v13i3.1986>
- Frezatti, F. (2020). Pentágono da qualidade na publicação acadêmica: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), 14(4).
- Gil, A. C. (2010). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 201.
- Godoi, C. K., Bandeira-de-Mello, R., & Silva, A. B. (2006). *Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: Paradigmas, estratégias e métodos*. Saraiva.
- Gulati, R. (2007). Tent poles, tribalism, and boundary spanning: The rigor-relevance debate in management research. *Academy of Management Journal*, 50(4), 775-782. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2007.26279170>
- Klein, A. Z., Silva, L. V., Machado, L., & Azevedo, D. (2015). *Metodologia de pesquisa em administração: uma abordagem prática*. São Paulo: Atlas.
- Kuhn, Thomas S. 1962. *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: University of Chicago Press
- Lakatos, E. M., & Marconi, M. de A. (2010). *Fundamentos de metodologia científica* (7ª ed.). Atlas.
- McGahan, A. M. (2007). Academic research that matters to managers: On zebras, dogs, lemmings, hammers, and turnips. *Academy of Management Journal*, 50(4), 748-753.
- Miles, M. B., Huberman, A. M., & Saldaña, J. (2011). *Qualitative data analysis: A methods sourcebook* (3rd ed.). SAGE Publications.
- Nicolai, A., & Seidl, D. (2010). That's relevant! different forms of practical relevance in management science. *Organization Studies*, 31(9-10), 1257-1285. <https://doi.org/10.1177/0170840610374401>
- Oliveira, J. R. S., & De Andrade Martins, G. (2019). Uma abordagem para avaliação da qualidade do processo de pesquisa em Contabilidade. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 13(4), 449-468. <https://doi.org/10.17524/repec.v13i4.2480>
- Oxford University (2024, 17 de julho). *Research impact*. <https://www.ox.ac.uk/research/research-impact>
- Palmer, D., Dick, B., & Freiburger, N. (2009). Rigor and relevance in organization studies. *Journal of Management Inquiry*, 18(4), 265-272.
- Paré, G., Trudel, M.-C., Jaana, M., & Kitsiou, S. (2023). Synthesizing information systems knowledge: A typology of literature reviews. *MIS Quarterly*, 47(1), 207-245. <https://doi.org/10.25300/MISQ/2023/17109>

- Popper, K. (1959). *The Logic of Scientific Discovery*. Hutchinson.
- Rapple, C. (2019). Research impact: what it is, why it matters, and how you can increase impact potential. <https://blog.growkudos.com/research-mobilization/research-impact-what-why-how>.
- Reips, U.-D., & Matzat, U. (2013). Article Impact Means Journal Impact. *International Journal of Internet Science*, 8(1), 1–9.
- Rogers, E. M. (2003). *Diffusion of Innovations* (5th ed.). Free Press.
- Rothwell, R., & Gardiner, P. (1985). The role of design in product and process innovation. *Design Studies*, 6(3), 161–170. [https://doi.org/10.1016/0142-694X\(85\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0142-694X(85)90033-7)
- Rynes, S. (2002). From the editors: Some reflections on contribution. *Academy of management journal*, 45(2), 311–313.
- Sandberg, J., & Alvesson, M. (2011). Ways of constructing research questions: Gap-spotting or problematization? *Organization*, 18(1), 23–44. <https://doi.org/10.1177/1350508410372151>
- Stratford, E. (2020). Measuring the impact of research. *Geographical Research*, 58(1), 3–5. <https://doi.org/10.1111/1745-5871.12391>
- Taylor, C., & Coffey, A. (2009). *Qualitative research in action*. SAGE Publications.
- Tushman, M., & O'Reilly, C. (2007). Research and relevance: Implications of pasteur's quadrant for doctoral programs and faculty development. *Academy of Management Journal*, 50(4), 769–774. <https://doi.org/10.5465/AMJ.2007.26279169>
- University of York (2024, 17 de julho). What is research impact? <https://www.york.ac.uk/staff/research/research-impact/impact-definition/>
- Vermeulen, F. (2007). “I shall not remain insignificant”: Adding a second loop to matter more. *Academy of Management Journal*, 50(4), 754–761.
- Whetten, D. A. (1989). What constitutes a theoretical contribution?. *Academy of management review*, 14(4), 490–495.
- Wickert, C., Post, C., Doh, J. P., Prescott, J. E., & Prencipe, A. (2021). Management research that makes a difference: Broadening the meaning of impact. *Journal of Management Studies*, 58(2), 297–320.
- Wiles, R., Crow, G., Heath, S., & Charles, V. (2011). The management of confidentiality and anonymity in social research. *International Journal of Social Research Methodology*, 11(5), 417–428. <https://doi.org/10.1080/13645570701622231>
- Ziman, J. (2000). *Real Science: What It Is, and What It Means*. Cambridge University Press.

Traços de personalidade *Dark Triad* de gestores e práticas de gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito

Ana Cláudia Deconto

<https://orcid.org/0000-0002-5283-0212>

Cristian Baú Dal Magro

<https://orcid.org/0000-0002-7609-5806>

Alini da Silva

<https://orcid.org/0000-0002-7043-5566>

Sady Mazzioni

<https://orcid.org/0000-0002-8976-6699>

Resumo

Objetivo: Analisar a relação de traços de personalidade *Dark Triad* de gestores com práticas de gerenciamento de resultados de cooperativas de crédito.

Método: Esta pesquisa delinea-se como descritiva, documental, de levantamento e quantitativa, apresentando uma discussão teórica sobre os traços de personalidade *Dark Triad* (maquiavelismo, narcisismo e psicopatia) dos indivíduos e práticas de gerenciamento de resultados. A amostra da pesquisa compreendeu 103 gestores de cooperativas de crédito (restringindo-se a uma resposta por cooperativa), e a coleta de dados foi realizada em dois momentos, sendo: a) direcionamento dos questionários aos gestores dessas entidades para capturar os traços de personalidade e a propensão ao gerenciamento de resultados; e b) coleta de informações em relatórios e demonstrações contábeis para obtenção dos dados contábeis do primeiro semestre de 2015 ao segundo semestre de 2021, com o objetivo de investigar a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* específicos. Para o tratamento dos dados, utilizaram-se estatística descritiva, regressão linear múltipla e regressão logística, com o auxílio do *software Stata*.

Resultados e Contribuições: Os resultados evidenciam que as cooperativas de crédito gerenciaram resultados e que gestores com traços *Dark* de personalidade possuem propensão e realizam em maior nível o gerenciamento de resultados. Frente ao exposto, reforça-se a importância de analisar os traços de personalidade no ambiente das cooperativas de crédito, sendo necessária atenção nos processos de recrutamento e seleção para os cargos de gestão, considerando que esses traços induzem atitudes e comportamentos dos gestores que nem sempre estão alinhados aos interesses da organização. As descobertas podem ser relevantes para associados, cooperativas de crédito, entidades reguladoras, analistas, auditores, órgãos estatutários das cooperativas, bem como a sociedade em geral, evidenciando que a personalidade do indivíduo interfere nas escolhas e tomadas de decisão contábil.

Palavras-chave: Cooperativismo de Crédito, Gerenciamento de Resultados, Traços de Personalidade.

1 Introdução

As sociedades cooperativas compreendem um modelo socioeconômico que contribui para o desenvolvimento regional sustentável. Em 2020, essas entidades lideraram o *ranking* das concessões de empréstimos a micro e pequenas empresas, superando R\$310 bilhões em ativos, de acordo com Organização das Cooperativas do Brasil (OCB) 2020.

A força do cooperativismo de crédito repercute na distribuição de resultados aos associados e na facilitação de acesso ao crédito para os menos favorecidos no modelo bancário convencional (OCB, 2020; Soares & Sobrinho, 2008), exercendo um importante papel social (Porto, Ribeiro, Anjos & Sampaio, 2020).

À medida que as cooperativas de crédito crescem, surge a preocupação em sinalizar desempenho positivo ao quadro social. Os resultados negativos podem gerar insegurança ao associado e chamar atenção dos órgãos reguladores, remetendo a ineficiência da gestão (Bressan, Bressan & Silva, 2016).

Nesse sentido, os gestores podem fazer uso do gerenciamento de resultados para modificar o nível de provisão para créditos de liquidação duvidosa, obtendo vantagens privadas que podem trazer prejuízo e insatisfação aos associados (Macedo & Kelly, 2016). Diversos foram os estudos sobre o gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito, com destaque para a pesquisa de Brown e Davis (2009) e Hillier, Hodgson, Stevenson-Clarke e Lhaopadchan, (2008). No Brasil, o assunto foi tratado por Maia, Bressan, Lamounier e Braga (2013), e outras pesquisas foram surgindo, a exemplo de Bressan, Bressan e Silva Júnior (2015), Bressan, Santos e Bressan (2015), Bressan *et al.* (2016), Bressan, Souza e Bressan (2017), Dantas, Borges e Fernandes (2018), Santos, Bressan, Braga e Guerra (2018), Porto *et al.* (2020) e Santos e Santos (2020).

Tais estudos evidenciaram a busca por uma menor variabilidade nos resultados por parte das cooperativas e enaltecem a importância da análise da qualidade da informação reportada, reportando nos resultados um indicador de solidez, credibilidade e eficiência das cooperativas de crédito e na atuação de seus gestores (Bressan *et al.*, 2016; Maia *et al.*, 2013).

A necessidade de apresentação de sobras a partir do resultado atingido pode levar os gestores das cooperativas a tomarem decisões de forma oportunista com o objetivo de comprovar aos associados à sua capacidade de realizar uma boa gestão e manter a credibilidade da cooperativa (Santos & Santos, 2020). Nesse contexto, emerge a propensão ao gerenciamento de resultados, que remete à uma predisposição para a tomada de decisão oportunista por meio da atitude do gestor.

Chowdhury, Mollah e Al Farooque (2018) observam que práticas de gerenciamento de resultados podem ser intensificadas por fatores atitudinais dos gestores. A discussão dos traços de personalidade *Dark Triad* (narcisismo, maquiavelismo e psicopatia) – abordagem social da psicologia da personalidade –, proposta por Paulhus e Williams (2002) e revisitada por Jones e Paulhus (2014), constitui-se em *framework* para análise. O instrumento de pesquisa (questionário autorrelato) captura as predisposições de características distribuídas em uma população, sem pretensão de diagnóstico clínico (D'Souza, Lima, Jones & Carré, 2019).

Os traços de personalidade *Dark Triad* dos gestores repercutem no julgamento que envolve a tomada de decisão (Ham, Lang, Seybert & Wang, 2017). Por exemplo, os narcisistas almejam ser o centro das atenções e são autopromotores; os maquiavélicos são manipuladores; e aqueles com traços de psicopatia são conhecidos pela impulsividade e insensibilidade (Crysel, Crosier & Webster, 2013; Góis, 2017).

Os traços *Dark Triad* têm sido associados às decisões organizacionais, à maximização de ganhos e ao comportamento no trabalho, trazendo destaque para os estudos de Campbell, Hoffman, Campbell e Marchisio (2011), Chatterjee e Hambrick (2007), Capalbo, Frino, Lim, Mollica e Palumbo (2017), Carré, Jones e Mueller (2020), D'Souza *et al.* (2019), D'Souza (2016), D'Souza e Lima (2015), Góis (2017), Grover e Furnham (2021), Ham *et al.* (2017), Jones (2013), Murphy (2012) e Silva (2019).

Gestores influenciados pelos traços de personalidade de psicopatia, maquiavelismo e narcisismo, e motivados por relatar um bom desempenho, satisfazendo e atraindo novos associados, podem ser mais propensos a se envolver em práticas de gerenciamento de resultados (D'Souza & Lima, 2015; Góis, 2017). Cabe ressaltar, entretanto, que também há estudos que identificaram o relacionamento de indivíduos com personalidade *dark* com decisões menos agressivas, ao ponto de beneficiar as organizações (Spain *et al.*, 2014; Papageorgiou, Wong & Clough, 2017; Templer, 2018; Hajhosseini, Fathi & Shafiei, 2019).

Frente ao exposto, a pesquisa com a intenção de contribuir com as discussões que ainda são contraditórias da personalidade *dark* de indivíduos em tomadas de decisões, e em específico em cooperativas de crédito, tem-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação dos traços de personalidade *Dark Triad* de gestores com práticas de gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito?** E o objetivo é analisar a relação dos traços de personalidade *Dark Triad* de gestores com práticas de gerenciamento de resultados de cooperativas de crédito.

A presente pesquisa visa suprir uma lacuna ainda não pesquisada na área contábil, envolvendo a análise de cooperativas de crédito e, ao mesmo tempo, a análise da propensão ao gerenciamento de resultados, traços de personalidade *Dark Triad* por meio de questionário e utilização de dados secundários de gerenciamento de resultados. Com a finalidade de validar os dados, captou-se a propensão dos gestores à prática de gerenciamento de resultados no momento da aplicação do questionário de personalidade *dark* e também se analisou pela perspectiva de dados secundários por *accruals* específicos, considerado um modelo apropriado para entidades financeiras como cooperativas de crédito.

Tendo em vista a representatividade das cooperativas de crédito no cenário nacional, o papel que possuem no desenvolvimento regional e a preocupação com o reporte de um bom desempenho ao quadro social, identificar a existência de gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito e a sua relação com os traços *Dark Triad* dos gestores torna-se relevante por contribuir para o entendimento de como a personalidade e as experiências influenciam as escolhas dos gestores no direcionamento dos negócios (Bouvatier, Lepetit e Strobel (2014); D'Souza & Lima, 2015; D'Souza *et al.*, 2019; Porto *et al.*, 2020).

Ademais, a informação contábil também pode ser base para o cálculo de premiações e bonificações por atingimento de resultados, tornando-se alvo de manipulações que visam à satisfação de interesses particulares, reconhecimento pessoal e profissional (D'Souza *et al.*, 2019). Nesse sentido, a personalidade é um fator preditivo crítico que, por vezes, não é observado pelas organizações, havendo traços de personalidade *Dark Triad* que podem estar associados a uma predisposição aos comportamentos antiéticos (Carré *et al.*, 2020).

Os resultados da pesquisa evidenciaram uma tendência geral de que gestores de cooperativas de crédito com traços de personalidade *Dark Triad* influenciaram as práticas de gerenciamento de resultados e, na busca por uma solução satisfatória para atingir seus objetivos empresariais e pessoais, os gestores enfrentam o dilema de utilizar as informações contábeis de forma oportunista para tomada de decisão, estando propensos a gerenciar resultados.

Frente ao exposto, o estudo fornece aos usuários da informação uma perspectiva das características individuais dos gestores no contexto das cooperativas de crédito e suas possíveis motivações para a prática de gerenciamento de resultados – aspecto ainda não explorado em estudos anteriores. Ademais, destaca a necessidade de atenção na contratação de profissionais para exercerem os cargos de gestão, bem como a necessidade de existência de mecanismos de governança corporativa em cooperativas de crédito.

2 Discussão Teórica e Desenvolvimento das Hipóteses

A manipulação das informações reportadas pelos gerentes e o gerenciamento de resultados influenciam majoritariamente a redução da qualidade da informação contábil, em razão de que os gestores podem utilizar a sua discricionariedade sobre a contabilidade para alterar os resultados (Lee & Masulis, 2009).

O ato de gerenciar resultados não é considerado fraude, porém, as entidades que fazem uso de representações alternativas dos eventos contábeis (gerenciamento por *accruals*), atrasando ou adiantando receitas ou despesas (gerenciamento por decisões operacionais), tendem a potencializar os problemas de assimetria de informações entre *insiders* e *outsiders*, favorecendo motivações individuais e não refletindo a realidade das organizações (Noronha, Zeng & Vinten, 2008).

As organizações podem utilizar diferentes estratégias para gerenciar resultados, analisadas sob duas perspectivas: o gerenciamento por *accruals*, realizado por competência, alterando métodos contábeis ou estimativas, sem infringir a norma contábil. E o gerenciamento de resultados por atividades reais, pela alteração das estratégias de gestão, visando atingir as metas ou superá-las em curto prazo, impactando diretamente o fluxo de caixa e podendo gerar impactos econômicos em longo prazo (Gunny, 2010).

Na literatura contábil, é possível identificar a abordagem metodológica de análise de *accruals* específicos para evidenciar a ocorrência de gerenciamento de resultados (Martinez, 2001; Goulart, 2007; Dani, Filho, Santos & Klann, 2017). Os *accruals* específicos estão associados a características particulares e padrões contábeis aplicados em determinado segmento, por exemplo, o setor financeiro (Martinez, 2013). A utilização dessa métrica objetiva identificar e analisar o comportamento de contas contábeis específicas ou segmentos de empresas, direcionando os estudos em contas individuais, cujos gestores estão propensos a usar discricionariedade (Trapp, 2009).

McNichols e Wilson (1988) foram um dos pioneiros a levantar a discussão sobre provisões para créditos de liquidação duvidosa em bancos, remetendo à utilização de *accruals* específicos. Alali e Jaggi (2011) documentam que a utilização das provisões para manipular os lucros reportados tem despertado preocupação por parte dos órgãos reguladores. Cheng (2012) também investigou a prática de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* específicos no setor bancário.

Dessa forma, contextualiza-se que as instituições bancárias propiciam diversas possibilidades de pesquisa para isolar os *accruals* específicos das transações estruturantes. Além disso, o foco em um único setor regulamentado permite mensurar com mais eficiência as atividades de gerenciamento de resultados (Cheng, 2012). Além disso, no Brasil, a provisão para operação de crédito, em instituições financeiras, deve seguir a Resolução n.º 2.682, de 1999, do Banco Central do Brasil, que é imbuída de subjetividade na classificação dos riscos de crédito (Bischoff & Lustosa, 2014; Maia *et al.*, 2013).

Nesse contexto, Brown e Davis (2009) destacam que as cooperativas de crédito são alvo para problemas de agência entre as partes interessadas, em que a distribuição de sobras e ocultação de prejuízos são incentivos para que os gestores de cooperativas de crédito se utilizem das práticas oportunistas, estando propensos a gerenciar resultados.

Tais argumentos enaltecem a necessidade da existência de mecanismos de monitoramento nas organizações, e as características dos executivos podem ajudar a explicar os resultados organizacionais (Chatterjee & Hambrick, 2007) e as práticas de gerenciamento de resultados. Nesse aspecto, a teoria do Alto Escalão proposta por Hambrick e Mason (1984), com enfoque na influência dos executivos/gestores no desempenho das empresas, propõe que as características do escalão, ou seja, indivíduos com cargos superiores em entidades, podem refletir nos resultados organizacionais, sendo que os executivos agem com base em suas interpretações, experiências, valores e personalidade (Hambrick, 2007).

Nesse cenário emerge o estudo dos traços de personalidade *Dark Triad*, que explicam e influenciam atitudes e comportamentos dos indivíduos (D'Souza *et al.*, 2019; Smith, Wallace & Jordan, 2016). A Tríade Sombria (*Dark Triad*) foi abordada pela primeira vez por Paulhus e Williams (2002) e consiste em três traços de personalidade conexos: o maquiavelismo, o narcisismo e a psicopatia. Crysel *et al.* (2013) argumentam que os indivíduos que possuem esses traços com nível elevado tendem a possuir opiniões orgulhosas (narcisismo), manipular os outros para alcançar seus objetivos (maquiavelismo) e apresentar pouca empatia (psicopatia).

Os indivíduos maquiavélicos são manipuladores e socialmente habilidosos, podendo exibir comportamentos que parecem beneficiar aqueles que estão ao seu redor, mas motivados por ganhos pessoais, promovem o uso do engano, manipulação, sendo dominadores, distantes e práticos (Smith *et al.*, 2016), em que tais comportamentos são potencialmente relevantes para decisões sobre gerenciamento de resultados.

Grover e Furnham (2021) discorrem que o indivíduo maquiavelista correrá riscos calculados em situações em que possa ser beneficiado, sendo planejadores e estratégicos em longo prazo. Além disso, aqueles com altos traços maquiavélicos, ao relatarem informações errôneas às partes interessadas, sentem menos culpa do que os demais (Murphy, 2012). D'Souza *et al.* (2019), D'Souza e Lima (2015) e Góis (2017) argumentam que gestores com traços de maquiavelismo tendem a tomar decisões voltadas para seus próprios interesses.

Já os narcisistas são delineados como egoístas, e aqueles com altos traços são vistos como impulsivos, extrovertidos, arrogantes e fazem escolhas mais arriscadas, buscando recompensas, atenção e grandiosidade (Góis, 2017; Grover & Furnham, 2021; Jones, 2013; Paulhus & Jones, 2015). Personalidades narcisistas almejam aplausos e uma imagem pública que exala poder (Capalbo *et al.*, 2017).

Os narcisistas tendem a ser caracterizados pelo egocentrismo e, como consequência, estão propensos a agir em benefício próprio, mesmo às custas dos demais, muitas vezes acreditando que as regras não se aplicam a eles, sendo inclinados a dominar os processos decisórios e associados a práticas de gerenciamento de resultados (Ham *et al.*, 2017).

Johnson, Kuhn, Apostolou e Hassell (2013) indicaram que níveis moderados de narcisismo em líderes trazem benefícios para a entidade como a criatividade e desempenho notável, porém, quando em excesso elevam o risco de existência de erros e fraudes.

Indivíduos narcisistas buscam a realização por meio de cargos de liderança, de modo a terem oportunidade de reconhecimento e poder (Góis, 2017). Chatterjee e Hambrick (2007) documentam que esses indivíduos buscam inovação, são exibicionistas e tendem a apresentar, em determinados momentos, comportamento ousado e chamativo, realizando aquisições expressivas e estratégias imponentes, e se envolverão em ações visíveis. Além disso, o profissional altamente narcisista acredita ser muito mais valioso que os demais.

No que se refere à psicopatia não patológica, este traço é delineado pela insensibilidade, impulsividade, imprudência, baixa empatia, ansiedade (Paulhus & Williams, 2002; Paulhus & Jones, 2015), com menores níveis de amabilidade e responsabilidade (Moraga, 2015), sendo também reconhecidos como manipuladores (Pethman & Erlandsson, 1997). Tais indivíduos apresentam uma predisposição aos comportamentos aéticos e podem se envolver em gerenciamento de resultados (D'Souza & Lima, 2015; Smith & Lilienfeld, 2013).

Em contrapartida, Harrison, Summers e Mennecke (2016) argumentam que esses profissionais podem proporcionar vantagens às organizações no que se refere ao apetite a riscos, estando associado à determinação e ao comprometimento em negócios com maior exposição ao risco. Além disso, tendem a engrandecer-se em locais caóticos e estressantes.

Nesse contexto, a psicopatia pode ter implicações dúbias para a liderança, predispondo a resultados adaptativos, uma vez que indivíduos com traços de psicopatia, como carisma e dominância, podem ser considerados líderes eficazes. Por outro lado, há a impulsividade e o egocentrismo, que podem estar relacionadas a resultados ineficazes e comportamento antiético (Smith & Lilienfeld, 2013).

Jones (2013) pesquisou se as características que compõem os traços *Dark Triad* podem ter consequências no ambiente financeiro. Entre os resultados, foi observado que o egoísmo da psicopatia e do narcisismo destacou uma disposição a beneficiar a si, mesmo que prejudique os demais, e que os maquiavélicos são estrategistas e planejadores em longo prazo, relacionando-se com a disposição de arriscar recursos de outra pessoa para obter ganhos pessoais.

D'Souza (2016) analisou os traços de personalidade *Dark Triad* no gerenciamento de resultados para maximização de ganhos pessoais e corporativos, sendo identificada uma relação positiva entre a interação dos três traços e a decisão de manipular resultados de forma oportunista. Adicionalmente, o estudo realizado por D'Souza *et al.* (2019) identificaram que indivíduos com traços maquiavelistas apresentaram uma maior tendência de gestores apresentarem um comportamento oportunista, visando à satisfação dos seus objetivos pessoais. Traços de psicopatia apresentam uma aproximação positiva, mas moderada em gestores que buscam maximizar seus ganhos por meio da prática de gerenciamento de resultados. Para os traços narcisistas, não foram encontradas diferenças de níveis.

Carré *et al.* (2020) examinaram a associação entre os traços de narcisismo, psicopatia e maquiavelismo e a insensibilidade e manipulação. Os achados indicaram que os indivíduos com alto grau de maquiavelismo perceberam, de forma diferenciada, as oportunidades legais ou ilegais de lucros, repercutindo nas ações estratégicas e correlacionados ao aumento da percepção de fraudes.

Embora os gestores possam tomar decisões voltadas aos seus próprios interesses, tem-se a percepção de que o desempenho individual depende da performance e da sobrevivência da organização (Haga, Huhtamäki & Sundvik, 2022), e profissionais que se consideram superiores em habilidades e julgamentos tendem a superestimar suas capacidades, estando mais propensos a modificar eventos contábeis para evidenciar resultados positivos e gerar previsões otimistas (Li & Hung, 2013).

Naaman (2018) e Zainuldin e Lui (2020) mencionam que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores divulgam resultados que estejam de acordo com os interesses privados. Embora a prática de gerenciamento de resultados não seja ilegal e, sim, uma flexibilização das normas, sua ocorrência potencializa as fraudes e induz ao comportamento antiético (D'Souza & Jones, 2017).

Adicionalmente, Cheng (2012) investigou a prática de gerenciamento de resultados por meio de *accruals* específicos em instituições financeiras, destacando que essas entidades gerenciam resultados por meio de provisões para crédito de liquidação duvidosa e securitização para evitar quedas nos resultados e ou atender as previsões dos analistas.

Assim, com base nos aspectos conceituais e nos estudos apresentados, elaborou-se a primeira hipótese de pesquisa:

H₁: Gestores de cooperativas de crédito com traços de personalidade narcisista, maquiavelista e de psicopatia influenciam o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos em cooperativas de crédito.

Os gestores são os principais responsáveis por monitorar as condições de mercado e desenvolver estratégias para garantir que os objetivos da organização sejam alcançados, e pelo fato de as cooperativas estarem sob condução de algumas pessoas, pode haver uma inclinação para a realização de ações que maximizam ganhos (McKee; Kagan & Ghosh, 2019).

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) descrevem que os executivos financeiros buscam atingir os *benchmarks* de ganhos em curto prazo para construir credibilidade no mercado, buscando melhorar a reputação e criando expectativas de crescimento em longo prazo.

Noronha *et al.* (2008) documentam que os gestores possuem quatro tipos de incentivos para gerenciar resultados: contratos externos, contratos de remuneração atrelados ao desempenho, aspectos regulatórios e motivações voltadas ao mercado de capitais. Contudo, esses profissionais podem ter suas próprias preferências quanto aos incentivos, remetendo ao comportamento oportunista dos gestores em priorizar o benefício próprio por meio de alterações propositalmente nas informações contábeis, gerenciando os resultados.

Grover e Furnham (2021) investigaram a relação entre a tríade sombria e a propensão a assumir riscos, sendo identificado que todas as medidas da tríade e de tomada de risco estavam correlacionadas. O lado sombrio da personalidade também foi pesquisado por Spain, Harms e Lebreton (2014), que retrataram a sua importância na determinação de resultados organizacionais. Além disso, profissionais que se consideram superiores em habilidades e julgamentos tendem a superestimar suas capacidades, estando mais propensos a modificar eventos contábeis para evidenciar resultados positivos e gerar previsões otimistas (Li & Hung, 2013).

Assim, na presença de oportunidade e motivação, o gestor estará propenso a gerenciar resultados, delimitando-se a segunda hipótese de pesquisa:

H₂: Gestores de cooperativas de crédito com traços de personalidade narcisista maquiavelista e de psicopatia estão propensos ao gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito.

3 Procedimentos metodológicos

Para alcançar o objetivo do estudo, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, utilizando procedimentos de levantamento (*survey*) e documental, com abordagem quantitativa.

3.1 Amostra da Pesquisa

O universo da pesquisa compreendeu 817 cooperativas de crédito singulares de todo o território brasileiro. Para contatar essas entidades, foi necessário um endereço de e-mail corporativo, o qual foi obtido na base de dados de instituições financeiras cooperativas, disponível no site do Banco Central. Para alguns casos, foram utilizados o *LinkedIn* e o site dessas cooperativas para contato. A busca foi realizada a partir do nome da cooperativa e o cargo das pessoas conectadas à página.

O questionário foi direcionado aos presidentes, diretores e gestores de áreas, sendo esses profissionais detentores de informações privilegiadas e com poder e influência para gerenciar resultados em cooperativas. Como consequência, a amostra da pesquisa foi delimitada pelo retorno voluntário do questionário aplicado aos gestores de diferentes cooperativas. A amostra não probabilística e por acessibilidade foi composta de 103 gestores de diferentes cooperativas de crédito singulares, restringindo-se a uma resposta por cooperativa.

3.2 Constructos da Pesquisa e Instrumentos de Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada em dois momentos, sendo em primeiro estágio a aplicação de um questionário dividido na seguinte forma: i) apresentação da pesquisa; ii) caracterização do respondente e da cooperativa; iii) 27 questões que compõem o instrumento de medição de predisposição da personalidade pelo SD3 (escala likert de 5 pontos): questões de 1 a 9 sobre o maquiavelismo, 10 a 18 sobre o narcisismo e 19 a 27 relacionadas à psicopatia; iv) 10 questões sobre o processo decisório para gerenciamento de resultados; v) termo de consentimento para participação da pesquisa; e vi) agradecimentos. O instrumento da pesquisa pode ser observado no seguinte link: <https://forms.gle/J34yLkre2jQeVo4k9>.

Para a aplicação do SD3, solicitou-se autorização por escrito ao criador do instrumento, o cientista Daniel Nelson Jones. Feito isso, foram reproduzidas as questões traduzidas do trabalho de D'Souza (2016) para captar os traços de personalidade *Dark Triad*.

A partir das respostas, foi estabelecido o escore dos traços de personalidade, mensurado pela média das respostas de cada participante a cada traço SD3, conforme técnica utilizada por Jones e Paulhus (2014), D'Souza (2016) e Silva (2019).

A variável de propensão ao gerenciamento de resultados foi formulada com base na pesquisa de D'Souza (2016), a qual avaliou a decisão de manipular resultados e os traços de personalidade *Dark Triad*. Sendo assim, foi estabelecida uma variável *dummy* 1 para as cooperativas de crédito com propensão ao Gerenciamentos de Resultados (PG) e 0 caso contrário. A categorização ocorreu da seguinte forma: a) apuração da média das respostas às 10 afirmativas para cada respondente (conforme tabela 10); b) em sequência com base nesta média de propensão, calculou-se a mediana das repostas da amostra; c) categorização de 1 para os respondentes com resultado das práticas de gerenciamento de resultados acima da mediana da amostra e 0 caso contrário.

Apresentam-se, na Tabela 1, as questões aplicadas, de modo a captar a propensão dos gestores às práticas de gerenciamento de resultados:

Tabela 1

Constructo propensão ao gerenciamento de resultados

Variável	Questões	Métrica	Autor
Propensão ao Gerenciamento de Resultados (PG)	No mês que antecede ao fechamento dos resultados a serem divulgados, eu procuro:		
	1. Ficar tranquilo(a), pois foi feito o possível para alcançar os resultados.		
	2. Convocar a equipe para apresentar os resultados atingidos até o momento e solicitar a dedicação e empenho nos dias restantes.		
	3. Examinar a necessidade de efetuar ajustes nas contas a receber ou na provisão para devedores duvidosos (aumento ou diminuição da despesa de provisão).	Questionário Escala likert de 5 pontos, em que (1) Nunca; (2) Quase Nunca; (3) Prefiro não Opinar; (4); Quase Sempre; (5) Sempre	Adaptado de Baralexis (2004); Noronha et al. (2008); D'Souza (2016); Góis (2017); Lunardi, Haussmann e Klann (2020).
	4. Verificar se as despesas administrativas, de propaganda e publicidade e/ou manutenção podem ser ajustadas.		
	5. Examinar a possibilidade de postergar perdas prováveis, sinalizadas pela área jurídica nas posições dos processos judiciais, a fim de serem contabilizadas no próximo período.		
	6. Verificar se encargos financeiros podem ser lançados no período futuro.		
	7. Examinar a possibilidade de reverter valores provisionados em operações de crédito a fim de potencializar os resultados.		
	8. Verificar a necessidade de alterar o método de depreciação dos bens registrados no imobilizado.		
	9. Analisar a possibilidade de reconhecer "despesas antecipadas" como despesa do período.		
	10. Analisar a possibilidade de ajustar lançamentos contábeis referente a obras/reformas em andamento (por exemplo, adiamento ou adiantamento da conclusão do trabalho).		

Fonte: elaborado pelos autores (2022).

Os dados secundários foram coletados a partir das informações semestrais disponibilizadas nos relatórios IF.Data, e os arquivos analíticos de balancetes e balanços patrimoniais (Códigos 4010 e 4016) estão publicados pelo Banco Central do Brasil, em sua página na internet. De acordo com a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, as instituições financeiras devem realizar o encerramento das contas e apurar seus resultados em junho e dezembro de cada ano por ocasião da apuração dos balanços, observando as regras contábeis estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Assim, o período de análise compreendeu o primeiro semestre de 2015 até o segundo semestre de 2021 por serem as últimas informações disponíveis no período de realização da pesquisa, resultando em 994 observações, e uma amostra não balanceada ao longo dos períodos.

No questionário, foi indicado que os respondentes informassem os oito primeiros dígitos do CNPJ da cooperativa. Com isso, foi possível associar o CNPJ dessas entidades aos demonstrativos contábeis divulgados. Além disso, assim como o estudo de Silva (2019), a partir do tempo no cargo sinalizado pelo gestor, foram repetidas as respostas de executivos de acordo com o tempo desempenhando a mesma função na cooperativa. Assim, os dados métricos secundários foram excluídos em períodos que os gestores respondentes não faziam parte do cargo na cooperativa de crédito.

A prática de gerenciamento de resultados por *accruals* específicos nas cooperativas de crédito foi identificada com base em dados secundários. Para tanto, foram adotados os procedimentos descritos no estudo de Santos e Santos (2020), em que foram apurados os valores correspondentes ao gerenciamento de resultados por meio da parcela discricionária das despesas com PCLD. Em que:

i) Identifica-se o valor registrado na rubrica Provisões para Operações de Crédito (Cosif 1.6.9.00.00-8), que representa os valores provisionados nos diferentes níveis de risco, refletindo os *accruals* totais da cooperativa *i* no período *t* ().

ii) Na sequência, mensura-se a parcela de PCLD a partir da ponderação do valor registrado em cada um dos níveis de risco, pelo percentual mínimo de provisão regulamentada na Resolução Bacen n.º 2.682, sensibilizando a parcela não discricionária da PCLD. Os níveis de risco, rubricas contábeis e os respectivos percentuais são destacados na Tabela 2.

Tabela 2

Níveis de risco e provisão mínima de PCLD

Níveis de Risco	Atraso em Dias	% Mínimo de Provisão Regulamentar	Rubrica Contábil (Conta Cosif)
AA	-	0,0%	3.1.1.00.00-3
A	-	0,5%	3.1.2.00.00-6
B	15 a 30	1,0%	3.1.3.00.00-9
C	31 a 60	3,0%	3.1.4.00.00-2
D	61 a 90	10,0%	3.1.5.00.00-5
E	91 a 120	30,0%	3.1.6.00.00-8
F	121 a 150	50,0%	3.1.7.00.00-1
G	151 a 180	70,0%	3.1.8.00.00-4
H	acima de 180	100,0%	3.1.9.00.00-7

Fonte: Resolução n.º 2.682, de 1999; Santos e Santos (2020).

Reconhecida a parcela não discricionária, apura-se então, a diferença entre os dois saldos encontrados ($PCLDt_{it}$ e $PCLDnd_{it}$) para identificar a parcela discricionária de PCLD, denominada $PCLDd_{it}$, que corresponde ao excedente, ou não, no reconhecimento das perdas por critérios além do previsto no normativo, indicando assim o gerenciamento dos resultados da cooperativa *i* no período *t*. Esse saldo foi identificado conforme a Equação 1.

$$PCLDd_{it} = PCLDt_{it} - PCLDnd_{it} \quad (1)$$

Em que: $PCLDd_{it}$: parcela discricionária de PCLD; $PCLDt_{it}$: valor provisionado para operações de crédito; $PCLDnd_{it}$: parcela não discricionária de PCLD.

Além disso, foi analisada uma série de variáveis de controle em nível de cooperativa e gestor, visto que as características da entidade e as individuais dos gestores, como gênero, estado civil e personalidade podem auxiliar a explicar as variações do gerenciamento de resultados das entidades (Shafer & Wang, 2011; Capalbo *et al.*, 2017; Hilary, Huang & Xu, 2017; Ham *et al.*, 2017; Silva, 2019), tais variáveis são apresentadas na Tabela 3 a seguir:

Tabela 3

Variáveis de controle a nível de gestor e cooperativa

Variável	Fonte dos dados	Métrica	Base de Dados	Base Teórica
Variáveis de controle de características das cooperativas				
Tamanho (TAM)		Log do Ativo Total da cooperativa i no ano t .		Brow e Davis (2009); Góis (2017); Kim; Liu e Rhee (2003); Lee e Masulis (2011).
Índice de Basiléia (IB)		Relação entre o Patrimônio de Referência e os Ativos ponderados pelo risco		Maia <i>et al.</i> (2013).
VOC		Variação no volume de operações de crédito		Maia <i>et al.</i> (2013).
RNDoc		Resultado antes das despesas líquidas de provisões, dividido pelo total de operações de crédito para esta avaliação, no período $t-1$;		Bressan <i>et al.</i> (2016); Maia <i>et al.</i> (2013).
Imobilização (IMOB)	Secundários	Permanente/Patrimônio Líquido	Banco Central do Brasil	Bressan, Braga, Bressan e Resende Filho (2011); Carvalho, Diaz, Bialoskorski Neto, e Kalatzis (2015).
Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)		Lucro Líquido/Patrimônio Líquido		Bittencourt, Bressan, Goulart, Bressan, Costa, e Lamounier (2017).
Retorno sobre os ativos (ROA)		Lucro Líquido/Ativo Total		Kim, Kim e Yi (2021)
Proteção (PROT)		Provisão para liquidação duvidosa sobre operações de crédito/ Carteira classificada total		Bressan <i>et al.</i> (2011).
Empresa de Auditoria (AUDIT)		Variável dummy que assume 1 quanto a cooperativa é auditada por big four e 0 caso contrário.	Site das Cooperativas	Jin, Kanagaretnam e Liu (2018); Kanagaretnam, Krishnan e Lobo (2010).

Variável	Fonte dos dados	Métrica	Base de Dados	Base Teórica
Variáveis de controle de características dos gestores				
Faixa etária	Primários	Mensuração da idade do respondente sendo atribuído 1 - de 20 a 30 anos; 2 - de 31 a 40 anos; 3 - de 41 a 50 anos; 4 - a partir de 51 anos.	Informações questionadas juntamente com a aplicação do instrumento SD3.	D'Souza (2016); Grover e Furnham (2021); Ham <i>et al.</i> (2017).
Sexo		Variável dummy, em que 1 corresponde ao sexo masculino e 0 corresponde ao sexo feminino.		D'Souza (2016); Grover e Furnham (2021).
Tempo desempenhando a função na mesma cooperativa		Tempo desempenhando a função na mesma cooperativa em anos		Silva (2019).
Cargo		Mensuração do cargo do respondente sendo atribuído 1 - para supervisor/ coordenador; 2 - gerente; 3 - diretor; 4 - vice-presidente; 5 - presidente.		Silva (2019).
Experiência		Tempo de experiência no cooperativismo em anos		D'Souza (2016); Grover e Furnham (2021).
Formação		Mensuração do nível de formação dos respondentes, sendo 1 - ensino médio; 2 - ensino superior e 3 - especialização		Grover e Furnham (2021).
Estado Civil		Variável dummy, em que 1 corresponde ao estado civil casado/união estável e 0 caso contrário		Ham <i>et al.</i> (2017); Silva (2019).

Fonte: elaborado pelos autores (2022).

3.3 Procedimentos de Análise dos Dados

No intuito de responder à problemática proposta pela pesquisa, utilizou-se estatística descritiva, regressão linear múltipla e regressão logística com uso do *software Stata*®. As variáveis foram *winsorizadas* a fim de não enviesar os resultados pelo efeito de *outliers*.

Aplicou-se regressão linear múltipla, testando a ausência de autocorrelação serial dos resíduos pelo teste *Durbin-Watson* (DW) e multicolinearidade entre as variáveis independentes por meio do teste de *Variance Inflation Factor* (VIF). Além disso, foram realizados os testes de normalidade *Shapiro-Francia* e de heterocedasticidade *Breusch-Pagan*. A equação 2 demonstra o modelo da pesquisa.

$$GR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DARK_{it} + \theta_2 \Sigma VCCOOP_{it} + \theta_3 \Sigma VCGEST_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: GR_{it} : gerenciamento de resultados, em que foi analisado por *accruals* específicos e por propensão; $DARK_{it}$: variável que representa os traços de maquiavelismo, narcisismo e psicopatia dos gestores; $\Sigma VCCOOP_{it}$: variáveis de controle de características das cooperativas; $\Sigma VCGEST_{it}$: variáveis de controle de características dos gestores; ε : Erro da Regressão.

O modelo com a dependente de propensão ao GR foi operacionalizado por regressão logística devido ser categórica, conforme estudo de D'Souza, 2016. Também, foi rodado separadamente para cada independente de $DARK$ que representa maquiavelismo, narcisismo e psicopatia. Assim, ao final, foram geradas 6 regressões.

4 Análise e interpretação dos resultados

4.1 Estatística Descritiva das Variáveis de Caracterização dos Gestores

Do total de 103 gestores de diferentes cooperativas de crédito que responderam ao questionário, 82% são do sexo masculino e 18% do sexo feminino. Tais resultados corroboram o estudo de Hryniewicz e Vianna (2018), em que quanto maior o cargo, menor é a representatividade feminina.

Quando analisado o estado civil dos respondentes, constatou-se que 83% são casados. Já em relação à faixa etária, 33% têm entre 31 e 40 anos de idade, 30% de 41 a 50 anos e 34% possuem mais de 51 anos. Com relação ao cargo exercido na cooperativa, 17% possuem o cargo de gerente, 55% são diretores, 2% são vice-presidentes e 21% ocupam o cargo de presidente do conselho de administração da cooperativa. No que se refere ao grau de formação, 91% dos gestores possuem graduação, 1% especialização e 8% que possuem apenas o ensino médio.

Além disso, os respondentes possuem em média 16 anos de experiência no cooperativismo de crédito e exercem cargo de liderança em média há 7 anos. De maneira geral, os resultados indicam que os gestores de cooperativas de crédito constroem carreira no cooperativismo, que é diferente dos achados de D'Souza *et al.* (2019), que, ao aplicarem a pesquisa a 263 profissionais da área de gestão, encontraram um cenário com perfis mais jovens e com tempo de experiência inferior a 3 anos.

Ao analisar a média dos traços de personalidade dos gestores, identificou-se que os respondentes da pesquisa possuem diferentes níveis de maquiavelismo, narcisismo e psicopatia, variando de 1 a 5, sendo que quanto mais próximo de 5, maior a predisposição ao traço de personalidade analisado. Observou-se que o mínimo de respostas aos traços de maquiavelismo (MAQ) e psicopatia (PSICO) foi de 1,22, enquanto no narcisismo (NARC) foi de 2,11. O narcisismo também apresentou em média o maior escore (3,07), enquanto a média de maquiavelismo (MAQ) foi de 2,45 e a psicopatia (PSICO) foi de 1,93.

Dessa forma, infere-se que a maioria dos gestores das cooperativas expressam maior predisposição ao traço de narcisismo, seguido de maquiavelismo e psicopatia. Buchholz, Lopatta e Maas (2020) identificaram que o comportamento narcisista está associado a um maior engajamento para gerenciamento de resultados.

Ainda, corroborando o contexto descrito, Chatterjee e Hambrick (2007) argumentam que gestores narcisistas tendem a tomar decisões estratégicas grandiosas e ousadas, que refletirão no desempenho da organização. São reconhecidos pela habilidade de liderança, confiança, visão e pensamento inovador. Por outro lado, são impulsivos, manipuladores e assumem riscos no processo decisório (Rosenthal & Pittinsky, 2006; D'Souza *et al.*, 2019).

Ao analisar a distribuição das respostas dos gestores das cooperativas de crédito para a concordância ou não, quanto à oportunidade de tomar decisões que remetem ao gerenciamento de resultados, observou-se que 48% dos respondentes apresentaram uma predisposição a tal atitude e 52% não apresentaram.

A partir das respostas, identificou-se que, em média, os gestores das cooperativas de crédito quase sempre examinam a necessidade de efetuar ajustes nas contas a receber ou na provisão para devedores duvidosos, o que resulta no aumento ou diminuição da despesa de provisão. Além disso, procuram verificar se as despesas administrativas, de propaganda e publicidade e/ou manutenção podem ser ajustadas. Tais indicativos sugerem que os gestores dessas cooperativas estão propensos ao envolvimento em gerenciamento de resultados.

D'Souza (2016) contribui ao documentar que os gestores são motivados pelo desejo de aumentar a sua satisfação pessoal e por evidenciar uma expectativa positiva sobre o desempenho.

4.2 Estatística Descritiva das Variáveis a Nível de Cooperativa

Além da caracterização dos gestores das cooperativas, na Tabela 4 apresenta-se a análise descritiva das variáveis de controle a nível de cooperativa.

Tabela 4

Análise descritiva das variáveis de controle a nível de cooperativa

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Mediana	Desvio Padrão
TAM	18,85584	12,93923	22,89823	19,0672	1,778217
IB	0,396875	0,1102	1,8167	0,22985	0,382155
IMOB	0,1038827	0,00	0,5226	0,086	0,086633
ROA	0,0152216	-0,0675396	0,1655603	0,0120297	0,0172797
ROE	0,0629837	-0,5386611	0,3003422	0,0612841	0,0561992
PROT	0,045328	0,005	0,1823975	0,0397017	0,0272394
VOC	0,1256725	-0,2902344	0,9274725	0,104355	0,1595957
RNDoc	0,0000228	-0,000202	0,000258	0,000023	0,0000378

Legenda: 994 observações; TAM: Tamanho; IB: Índice de Basileia; IMOB: Imobilização; ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido; ROA: Retorno sobre os ativos; PROT: Proteção; VOC: Variação no volume de operações de crédito; RNDoc: Resultado não discricionário sobre operações de crédito, dividido pelo volume de operações de crédito.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

De acordo com a Tabela 4, observa-se que o tamanho das cooperativas (TAM) mensurado pelo logaritmo natural do ativo total é em média de 18,85584. Em relação ao Índice de Basileia (IB), em média as cooperativas analisadas apresentaram um índice de 0,396875, estando acima dos limites regulatórios estabelecidos na normatização e demonstrando a sua continuidade no sistema financeiro.

Ao que se refere ao grau de imobilização (IMOB), observa-se que algumas cooperativas não possuem imobilização; já outras apresentam valores elevados de 0,5226 e, na média, o grau de imobilização foi de 0,1038827.

Em relação aos indicadores de Retorno sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), este apresentou média de 0,0152216 para ROA e 0,0629837 para ROE, o que demonstra que as cooperativas estão gerando pouco retorno em relação aos investimentos feitos pelos associados e com os investimentos relacionados aos seus ativos.

O indicador proteção (PROT) apresentou uma média de 0,045328, e o valor máximo de 0,1823975, sendo que quanto menor for esse indicador, melhor a situação da cooperativa, pois sua inadimplência será menor. No que se refere à variação no volume de operações de crédito, observa-se que, em média, o valor da carteira de operações de crédito da cooperativa varia 0,1256725 com relação ao semestre anterior.

Em relação à variável “resultado antes das despesas líquidas de provisões (RNDoc)”, observa-se que os valores relativos à média dessa variável são semelhantes aos achados de Dantas *et al.* (2018). Contudo, cabe ressaltar que as cooperativas possuem características dissemelhantes em termos de variação do resultado não discricionário sobre operações de crédito (Bressan *et al.*, 2016).

No que se refere à empresa que presta serviços de auditoria nas cooperativas participantes da pesquisa, identificou-se que, entre o primeiro semestre de 2015 até o segundo semestre de 2021, 25% das auditorias foram realizadas por *big four* e 75% não. Oportuno destacar que o cooperativismo de crédito conta com uma entidade de auditoria cooperativa, denominada Confederação Nacional de Auditoria Cooperativa (CNAC), que oferta este serviço às cooperativas singulares.

4.3 Relação entre o *Dark Triad* de Gestores e as Práticas de Gerenciamento de Resultados

Apresentam-se a seguir os resultados das regressões que buscam verificar a relação entre os traços de personalidade *Dark Triad* de gestores e o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos das cooperativas de crédito, de acordo com o tempo no cargo sinalizado pelo gestor no período de análise, que compreendeu o primeiro semestre de 2015 até o segundo semestre de 2021.

Tabela 5

Dark Triad de gestores e a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* específicos

Variáveis	GR		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
MAQ	89417,51 (1,57)	-	-
NARC	-	154303,2* (1,79)	-
PSICO	-	-	191490** (2,14)
TAM	492023,7*** (13,58)	482724,6*** (13,41)	491837,3*** (13,63)
IB	1084134*** (5,09)	1085165*** (5,10)	1128185*** (5,32)
IMOB	227665,3 (0,46)	304223,5 (0,61)	313159,8 (0,63)
ROA	1,56e+07*** (3,16)	1,58e+07*** (3,19)	1,49e+07*** (3,00)
ROE	-2871349** (-2,19)	-2953386** (-2,26)	-2686885** (-2,05)
PROT	6344167*** (3,86)	6213029*** (3,77)	5874042*** (3,54)
AUDIT	199656,5** (2,29)	193183,8** (2,23)	172961,8** (2,01)
VOC	533206,7** (1,91)	563226,9** (2,01)	525910,4* (1,88)
RNDoc	-4,17e+09*** (-2,94)	-4,28e+09 *** (-3,01)	-4,41e+09*** (-3,09)
SEXO	258533,5*** (2,38)	293129,8*** (2,75)	301595*** (2,83)
FAIXA ETÁRIA	-247352,2*** (-4,55)	-235811,3*** (-4,36)	-243115,9*** (-4,49)
ESTADOCIVIL	-474904,3*** (-4,63)	-467277,2*** (-4,56)	-454435*** (-4,44)
FORMAÇÃO	-158921,2 (-1,13)	-108511,9 (-0,77)	-90606,07 (-0,64)
CARGO	-26038,12 (-0,64)	-31718,82 (-0,77)	-32561,14 (-0,79)
EXPERIÊNCIA	5523,588 (1,01)	5298,949 (0,97)	4140,84 (0,75)
TEMPO NO CARGO	-3829,743 (-0,55)	-4573,387 (-0,65)	-3939,461 (-0,56)
Constante	-8520816*** (-10,32)	-8747848*** (-10,26)	-8805173*** (-10,39)

Variáveis	GR		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Ano	Sim	Sim	Sim
R ² ajustado	0,3953	0,3958	0,3966
F-value	20,99	21,03	21,10
VIF	1,16 a 5,74	1,15 a 5,72	1,16 a 5,70
DW	2,26	2,26	2,25
N	994	994	994

Legenda: Níveis de significância: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$. MAQ: Maquiavelismo; NARC: Narcisismo; PSICO: Psicopatia; TAM: Tamanho; IB: Índice de Basiléia; VOC: Variação no volume de operações de crédito; RNDoc: Resultado não discricionário sobre operações de crédito, dividido pelo volume de operações de crédito; IMOB: Imobilização; ROE: Retorno sobre o patrimônio líquido; ROA: Retorno sobre os ativos; PROT: Proteção; AUDIT: Empresa de Auditoria. Valor do teste t entre parênteses. VIF: *Variance Inflation Factor*. DW: *Durbin Watson*. N: número de observações.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Conforme exposto na Tabela 5, foram utilizados três modelos para testar a hipótese H_1 do estudo, os quais apresentaram um poder de explicação de 39% respectivamente, sendo identificadas relações positivas e significativas no Modelo 2, entre o narcisismo e o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos ($p < 0,1$); e no Modelo 3, entre a psicopatia e o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos ($p < 0,05$). Já o Modelo 1 não trouxe relações significativas entre o maquiavelismo e o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos.

Os resultados dos modelos 2 e 3 revelam que os traços de personalidade do narcisismo e da psicopatia influenciam positivamente o gerenciamento de resultados por *accruals* específicos, impactando nas estratégias das cooperativas. Nesse sentido, Grover e Furnham (2021) identificaram que o narcisismo e a psicopatia predizem positivamente a tomada de decisão voltada para assumir riscos, fator este que no ambiente corporativo pode desencadear a prática de gerenciamento de resultados.

Chatterjee e Hambrick (2007) identificaram que executivos narcisistas estão direcionados a realizar escolhas ousadas e altamente visíveis, sendo um fator de estímulo às decisões gerenciais extremas. Ham *et al.* (2017) retratam que diretores narcisistas estão propensos a usar provisões e gerenciamento de ganhos para influenciar nos resultados. Outra característica desse perfil é o não reconhecimento de perdas no período encobrindo seus erros do passado. Dessa forma, as organizações estão inclinadas a controles internos ineficazes e aumento na incidência de emissão de relatórios incorretos.

Campbell *et al.* (2011) contribuem ao sinalizar que o narcisismo influencia significativamente o processo decisório, e gestores com esse traço são diferenciados por priorizarem a satisfação de suas necessidades egoístas, podendo assim, se envolver com as práticas de gerenciamento de resultados.

No que tange à psicopatia, os resultados corroboram a pesquisa de Góis (2017) ao documentar que indivíduos com traços de psicopatia tendem a assumir riscos desnecessários para obter ganhos, e divergem dos resultados de D'Souza *et al.* (2019), os quais indicaram que os gestores com traços de psicopatia apresentaram menor tendência de maximizar ganhos pela manipulação de resultados.

Babiak, Neumann e Hare (2010) identificaram que algumas organizações veem executivos com traços de psicopatia com potencial de liderança, sendo esses indivíduos capazes de manipular também os tomadores de decisão, o que favorece a promoção das suas carreiras. Nesse contexto, D'Souza *et al.* (2019) contribuem ao documentar que, ao exercerem altos cargos, indivíduos com maior psicopatia buscam lacunas na legislação, manipulam preços para favorecimento pessoal sem se preocupar com as implicações em longo prazo, podendo assim, ter envolvimento em práticas de gerenciamento de resultados.

Com relação às variáveis de controle, o estudo sugere que o tamanho das cooperativas de crédito (TAM) influencia positivamente o gerenciamento de resultados. Tal resultado corrobora a pesquisa de Alali e Jaggi (2011), ao apontar que o tamanho da instituição financeira desempenha um papel importante na motivação gerencial para gestão de resultados.

A variável IB mostrou-se significativa e positiva, demonstrando a necessidade de que o atendimento às exigências de capital mínimo influencia a prática de gerenciamento de resultados. O estudo de Hillier *et al.* (2008) identificou que as cooperativas de crédito em um período de 12 meses, empregaram estratégias contábeis para reduzir o risco de estarem sob supervisão dos órgãos reguladores, por não atenderem aos requisitos mínimos de capital. Por outro lado, Maia *et al.* (2013) não encontraram evidências significativas de que as cooperativas de crédito estavam gerenciando os resultados de forma a melhorar as exigências de capital.

A variável retorno sobre os ativos (ROA) apresentou coeficiente positivo e influência significativa em todos os modelos, indicando que cooperativas de crédito mais rentáveis estão mais propensas a prática de gerenciamento de resultados, consistente com os achados de Cheng (2012), Jin *et al.* (2018). No que concerne à variável “retorno sobre o patrimônio líquido (ROE)”, observou-se que exerce influência negativa sobre o gerenciamento de resultados, corroborando o estudo de Bittencourt *et al.* (2017).

O indicador proteção (PROT) está relacionado à inadimplência das cooperativas, e assim como os resultados de Bressan *et al.* (2011) apresentou um efeito positivo e significativo, o que permite inferir que quanto maior os níveis de inadimplência, maior a probabilidade de haver gerenciamento de resultados, podendo levar a insolvência da cooperativa de crédito.

A variável empresa de auditoria (AUDIT) apresentou coeficiente positivo e significativo no ambiente das cooperativas de crédito. Tais achados divergem dos encontrados por Jin *et al.* (2018), em que entidades auditadas por *big four* gerenciam em menor grau seus resultados, aumentando a qualidade da informação reportada.

No que diz respeito à variável “variação no Volume de Operações de Crédito (VOC)” observou-se uma associação positiva e significativa com gerenciamento de resultados por *accruals*. Esse resultado contrapõe os achados de Bressan *et al.* (2016), no entanto, é coerente com os resultados de Maia *et al.* (2013) e Dantas *et al.* (2018).

No que tange à variável “resultado não discricionário sobre operações de crédito (RNDoc)”, os resultados apresentaram-se significativos e com coeficiente negativo. O que diverge dos achados de Maia *et al.* (2013), Bressan *et al.* (2016), Bressan *et al.* (2017), que encontraram um parâmetro positivo.

Por outro lado, a pesquisa de Goulart (2007) revela que, no caso de operações de crédito, quando há aumento no lucro (excluído o efeito das despesas de PCLD), tem-se a PCLD direcionada para reduzi-lo. Caso os lucros diminuam, há uma tendência de postergar alguns registros de provisões.

Em relação às características dos gestores das cooperativas de crédito, observou-se que a variável “sexo” mostrou-se significativa e positiva nos três modelos, indicando que homens em cargo de gestão aumentam o gerenciamento de resultados. Esse resultado está em linha ao apontado por Cumming, Leung e Rui (2015).

As variáveis faixa etária e estado civil mostraram-se significativas, mas com coeficiente negativo nos três modelos, o que demonstra que o fato de o gestor ser mais velho ou ser casado reduz o gerenciamento de resultados. Hilary *et al.* (2017) documentaram que indivíduos casados possuem um maior comprometimento econômico e social, estando menos dispostos a realizar ações que possam comprometer as suas famílias. Por fim, as variáveis de controle que envolveram a imobilização (IMOB), formação, cargo, experiência e tempo no cargo não se apresentaram significantes em nenhum dos modelos.

Na Tabela 6 apresentam-se os resultados da regressão logística aplicada devido à natureza dicotômica da variável dependente (propensão ao gerenciamento de resultados) frente à variável independente (traços de personalidade *Dark Triad*) e às variáveis de controle inseridas por serem consideradas potenciais influenciadoras na tomada de decisão (D’Souza, 2016).

Tabela 6

Dark Triad de gestores e a propensão ao gerenciamento de resultados

Variáveis	PG		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
MAQ	2,259045***	-	-
NARC	-	0,4458165***	-
PSICO	-	-	1,343776***
SEXO	0,0328373	0,2986973*	0,3436608*
FAIXA ETÁRIA	-0,501685***	-0,0652398	-0,1046862
ESTADO CIVIL	1,350928***	0,8149845***	1,012838***
CARGO	-0,4617665***	-0,3965364***	-0,4152213***
FORMAÇÃO	-1,41654***	-0,459627*	-0,2389813
EXPERIÊNCIA	0,0323071***	-0,0033052	-0,0083848
TEMPO NO CARGO	-0,0325572**	0,0125576	0,0072083
Constante	-1,358811	-0,0821513	-1,616465
Correctly classified	75,45%	55,73%	62,98%
Pseudo R2	0,2592	0,0411	0,08
LR chi2	356,36	56,52	109,97
Log likelihood	-509,11557	-659,03446	-632,31022

Legenda: Níveis de significância: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$. MAQ: Maquiavelismo; NARC: Narcisismo; PSICO: Psicopatia; N: número de observações.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

De modo geral, os modelos preveem que os coeficientes são conjuntamente significativos para explicar a decisão de gerenciar resultados, revelando uma propensão ao gerenciamento de resultados.

Assim, a hipótese H_2 , que prediz que os gestores de cooperativas de crédito com traços de personalidade maquiavelista, narcisista e de psicopatia, apresentam propensão ao gerenciamento de resultados em cooperativas de crédito foi confirmada. Cabe ressaltar, que a tomada de decisão é consequência de julgamentos influenciados por opiniões e preferências (D'Souza & Lima, 2015) e gestores com traços de maquiavelismo, narcisismo e psicopatia tendem a se engajar mais no gerenciamento de resultados.

O *Dark Triad* foi associado à prática de atos financeiros ilícitos, sendo o narcisismo percebido como um fator de risco para fraudes pelos auditores; o maquiavelismo ao reporte de relatórios incorretos; e a psicopatia à prática de infrações financeiras. Ainda, indivíduos com altos traços de narcisismo são impulsivos, não agindo de forma estratégica. Aqueles com alta psicopatia são imprudentes e antissociais; e o maquiavélico é oportunista e estratégico, remetendo a ações baseadas em possíveis ganhos financeiros (Carré *et al.*, 2020).

No que se refere ao maquiavelismo, Murphy (2012) identificou que pessoas com maior grau de maquiavelismo são mais suscetíveis ao reporte de informações incorretas. Além disso, evidenciam ausência de culpa frente a um comportamento aético, podendo assim se envolver em práticas de gerenciamento de resultados. Shafer e Wang (2011) identificaram que indivíduos com altos traços de maquiavelismo avaliaram o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis de forma leve, enquanto o gerenciamento operacional apresentou maior severidade.

Adicionalmente, os maquiavélicos podem fazer uso do poder e da influência de maneira egoísta a fim de promover seus próprios interesses; e são emocionalmente equilibrados em situações de resistência dos clientes, eficientes no contato inicial e ligações frias, sendo manipuladores (Bagozzi, Verbeke, Dietvorst, Belschak, Van Den Berg & Rietdijk, 2013). Tais comportamentos são potencialmente relevantes para decisões sobre gerenciamento de resultados.

Em relação ao narcisismo, Capalbo *et al.* (2017) encontraram uma relação positiva entre o narcisismo do CEO e o gerenciamento de resultados. Ham *et al.* (2017) identificaram que traços de narcisismo do CFO estão associados ao gerenciamento de resultados, menor reconhecimento de perdas em tempo hábil, controle interno vulnerável e republicação das informações reportadas.

Chatterjee e Hambrick (2007) argumentam que tal traço em executivos está positivamente relacionado com o dinamismo estratégico da grandiosidade, gerando um desempenho organizacional notável e flutuante. D'Souza e Lima (2015) sinalizaram que executivos altamente narcisistas ao ocuparem posições de poder e, não havendo controle, podem agir de forma aética e prejudicar a organização. Adicionalmente, D'Souza *et al.* (2019) apontam que tais indivíduos são capazes de aumentar o relato de seu desempenho quando há implicações positivas de *status* social e estão associados ao gerenciamento de resultados.

Com relação à psicopatia, o resultado encontrado é apoiado por Góis (2017), que identificou que tal traço tem influência significativa sobre o gerenciamento de resultados por provisões e atividades operacionais reais, expressando um comportamento insensível, estilo de vida errático e manipulações em curto prazo.

Ao analisar as decisões dos gestores sobre a ótica da psicopatia, tais indivíduos são capazes de mentir, persuadir e manipular em busca do atingimento poder, riqueza e *status*, sendo responsáveis por parte do comportamento negativo no ambiente corporativo, como, por exemplo, manipulação de estoque e envolvimento em fraudes (Boddy, 2011; D'Souza & Lima, 2015).

Babiak *et al.* (2010) examinaram a psicopatia e seus correlatos e contribuem ao indicar que esse traço está positivamente associado ao pensamento estratégico e habilidades de comunicação, mas negativamente associada a classificações de responsabilidade e desempenho, podendo se envolver em práticas de gerenciamento de resultados.

A variável “sexo” apresentou-se positiva e significativa nos modelos 2 e 3 (narcisismo e psicopatia). Portanto, gestores do sexo masculino e com traços de narcisismo e psicopatia estão mais propensos à tomada de decisão voltada para o gerenciamento de resultados. Tais resultados são consistentes com o descrito por Peni e Vähämaa (2010).

Arun, Almahrog e Ali Aribi (2015) argumentam que executivas do sexo feminino apresentam maior aversão ao risco e comportamento ético, estando assim menos expostas a gerenciar ganhos quando comparadas aos indivíduos do sexo masculino.

A variável faixa etária mostrou-se significativa apenas no Modelo 1 (maquiavelismo) e com coeficiente negativo. Nesse sentido, Roussanov e Savor (2014) documentam que CEOs mais velhos podem se comportar de forma mais conservadora nos negócios, e os resultados de sua pesquisa apontaram que a idade está negativamente relacionada com a assunção ao risco empresarial.

No que tange à variável “estado civil”, observa-se que esta apresentou-se significativa e positiva para os três modelos, divergindo dos resultados encontrados por Hilary *et al.* (2017), que identificaram que CEOs solteiros apresentam maior propensão ao gerenciamento de resultados.

A variável “cargo” também se apresentou significativa nos três modelos, porém, com coeficiente negativo, não sendo um fator preditivo para o gerenciamento de resultados.

Em relação à variável “formação”, esta apresentou-se significativa e com sinal negativo nos modelos 1 e 2 (maquiavelismo e narcisismo). Sobre esse aspecto, Hirschi e Spurk (2021) analisaram a ambição e a busca por reconhecimento e realização no ambiente organizacional e identificaram uma influência positiva e forte com o nível de escolaridade dos profissionais.

A variável “experiência” apresentou-se significativa e com influência positiva apenas no Modelo 1 (maquiavelismo). Todavia, vale ressaltar que os gestores têm suas escolhas influenciadas pelas experiências e vivências ao longo de sua carreira, podendo afetar os resultados corporativos (Bamber, Jiang & Wang, 2010).

Da mesma forma, a variável “tempo no cargo” mostrou-se significativa apenas no Modelo 1 (maquiavelismo), mas apresentou coeficiente negativo. Tal achado coaduna com o descrito por Driesch, Costa, Flatten e Brettel (2015) em que CEOs com mais tempo no cargo, apesar de conhecerem as especificidades da organização, consideram a tomada de decisão voltada para mudanças de forma menos radical e frequente, não utilizando da base de recursos da entidade nem se envolvendo em gerenciamento de resultados.

Os resultados evidenciam, de forma geral, que os gestores motivados por relatar um bom desempenho, satisfazendo e atraindo novos associados para atingir seus objetivos pessoais e empresariais, enfrentam o dilema de utilizar as informações contábeis de forma oportunista para a tomada de decisão; e ainda, que os traços de personalidade sombrios estimulam tal prática, beneficiando os gestores em detrimento dos negócios (D’Souza & Lima, 2015; Naaman, 2018).

Cabe ressaltar que profissionais com personalidade sombria estão presentes no ambiente corporativo, da mesma forma do que aqueles que possuem personalidade do tipo afável. Indivíduos com personalidade *Dark Triad* são estratégicos, inteligentes e manipuladores e agem sempre em prol de algo que lhes favoreça. Em ambientes competitivos e de estresse constante, esses indivíduos tendem a apresentar um bom desempenho (Silva, 2019).

Muitas qualidades do indivíduo narcisista, como a autoconfiança e empoderamento, são positivas em disputas por decisões de liderança. Aqueles com traços elevados de psicopatia estão associados à utilização de tática e influência, e os maquiavélicos são considerados charmosos e capciosos (O’Boyle, Forsyth, Banks & Story, 2013).

Os narcisistas, por exemplo, no âmbito dos negócios são reconhecidos por serem visionários, carismáticos e pela busca por posições de liderança e influência sobre as pessoas (D’Souza & Lima, 2015). Os maquiavélicos podem identificar fatores de risco em oportunidades e comportamentos antes que uma fraude aconteça (Carré *et al.*, 2020). Já aqueles com psicopatia almejam excitação demonstram ordem, esforço e autodisciplina (D’Souza *et al.*, 2019).

5 Conclusões

O estudo buscou analisar a relação dos traços de personalidade *Dark Triad* de gestores com práticas de gerenciamento de resultados de cooperativas de crédito. A coleta dos dados foi realizada em dois momentos, envolvendo dados primários e secundários; e a amostra final compreendeu 103 gestores de cooperativas de crédito.

A partir da sintetização dos resultados, infere-se que a presença dos traços de narcisismo e psicopatia em gestores impactam o aumento do gerenciamento de resultados por *accruals* específicos. O maquiavelismo, por sua vez, não apresentou influência significativa. Já, ao analisar a decisão final, para verificar a atitude oportunística dos gestores frente a tal prática, os três traços evidenciaram que os gestores de cooperativas de crédito estão propensos a gerenciar resultados.

Assim, a partir da cobrança dos associados e órgãos supervisores por resultados satisfatórios nas cooperativas de crédito, os gestores podem visualizar uma oportunidade para melhorar sua reputação e imagem, ao apresentar resultados que tragam benefícios imediatos a todos os envolvidos (Maia *et al.*, 2013; Santos & Santos, 2020).

Em termos de resultados, reforça-se a importância de analisar os traços de personalidade no ambiente das cooperativas de crédito, considerando que esses traços induzem atitudes e comportamentos dos gestores que nem sempre estão alinhados aos interesses da organização e conforme preconiza a teoria do Alto Escalão, as decisões tomadas, bem como as interpretações do indivíduo ocorrem devido as suas experiências, valores e a personalidade. Assim, verifica-se que os gestores com traços de personalidade estão propensos ao gerenciamento de resultados.

Nesse contexto, o gerenciamento de resultados é visto como uma estratégia para reportar resultados positivos, podendo trazer vantagens privadas aos gestores e gerar prejuízos à cooperativa em longo prazo, como o arbitramento de constituição de provisões para operações de crédito, multas e em casos mais extremos a determinação de inelegibilidade do gestor (Bressan *et al.*, 2016).

Esta pesquisa contribui para o preenchimento de uma lacuna nos estudos nacionais, havendo poucos estudos anteriores sobre o gerenciamento de resultados e tomada de decisão, utilizando variáveis de comportamento (D'Souza *et al.*, 2019; Silva, 2019). Além disso, não foram identificados estudos sobre os traços de personalidade no contexto das cooperativas de crédito. Contribuiu-se também com a teoria do Alto Escalão ao retratar que, em ambiente corporativo, mas com viés cooperativo, as características dos gestores também interferem na tomada de decisão relacionada a área contábil.

As descobertas podem ser relevantes para associados, cooperativas de crédito, entidades reguladoras, analistas, auditores, órgãos estatutários das cooperativas, bem como a sociedade em geral, evidenciando que a personalidade do indivíduo interfere nas escolhas e tomadas de decisão contábil. Os resultados também podem ser úteis ao destacar a necessidade de atenção na contratação de profissionais com tais traços para exercerem cargos de gestão (D'Souza, 2016), considerando suas implicações no ambiente corporativo.

Por fim, um ambiente de controle vulnerável pode ser um gatilho para incentivar indivíduos com traços *Dark Triad* a se envolverem em situações em desacordo com as estratégias da organização, sendo necessário controlar as consequências por meio de mecanismos de controles internos, boas práticas de governança corporativa e compensações dos níveis de controle, quando identificadas pessoas com esses traços (D'Souza & Lima, 2015; Góis, 2017).

No que se refere às limitações do estudo, a primeira delas está relacionada à aplicação do questionário de personalidade e tomada de decisão, considerando a aplicação de um questionário autorrelato e que não configura um diagnóstico clínico. Além disso, dada a sensibilidade do assunto, não se pode generalizar os resultados, visto que se tratam de características individuais dos participantes, que podem inclusive não ter avaliado todas as questões de forma a reproduzir o seu real comportamento (D'Souza, 2016). Vale ressaltar que os traços de personalidade dos gestores das cooperativas foram analisados de forma constante, contudo, não é possível afirmar que esses permaneceram inalterados ao longo do período de análise.

Além disso, outros profissionais no ambiente das cooperativas de crédito responsáveis pelo processo decisório podem influenciar o gerenciamento de resultados e não participaram da pesquisa. Para estudos futuros, sugere-se a discussão da contabilidade comportamental, explorando de forma qualitativa o ambiente ao qual os dirigentes estão inseridos; a pressão sofrida por eles para apresentar um bom desempenho à assembleia e à sociedade; a utilização de variáveis, como a governança corporativa, cultura organizacional, programas de participação nos resultados, alterações normativas com impacto nos reconhecimentos contábeis; o reconhecimento dos níveis dos traços, em altos e baixos; a ampliação da amostra de estudo; e as investigações em outras áreas, como educacional e administrativa. Recomenda-se, também, a investigação dos efeitos positivos de tais traços no ambiente corporativo, podendo ainda incluir outros traços de personalidade, adotando outras escolhas metodológicas.

Referências

- Alali, F., & Jaggi, B. (2011). Earnings versus capital ratios management: role of bank types and SFAS 114. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 36(1), 105–132. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0173-4>
- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Ali Aribi, Z. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137–146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>
- Babiak, P., Neumann, C. S., & Hare, R. D. (2010). Corporate psychopathy: Talking the walk. *Behavioral sciences & the law*, 28(2), 174–193. <https://doi.org/10.1002/bsl.925>
- Bagozzi, R. P., Verbeke, W. J., Dietvorst, R. C., Belschak, F. D., van den Berg, W. E., & Rietdijk, W. J. (2013). Theory of mind and empathic explanations of Machiavellianism: A neuroscience perspective. *Journal of Management*, 39(7), 1760–1798. <https://doi.org/10.1177/0149206312471393>
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131–1162. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.4.1131>
- Banco Central do Brasil. *Resolução n.º 2.682* (1999). Recuperado em 12 de abril de 2024, em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolução&numero=2682>
- Banco Central do Brasil. (2021, 25 de junho). *Panorama do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/coopcredpanorama>
- Banco Central do Brasil. (2022). *Balancetes e Balanços Patrimoniais (Transferência de arquivos)*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/balancetes.asp?frame=1>
- Banco Central do Brasil. (2022). *IF.data*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/index.html>
- Banco Central do Brasil. (2022). *Relação de Instituições em Funcionamento no País*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/relacao_instituicoes_funcionamento
- Baralexis, S. (2004). Creative accounting in small advancing countries: The Greek case. *Managerial auditing journal*, 19(3), 440–461. <https://doi.org/10.1108/02686900410524427>
- Bischoff, L., & Lustosa, P. R. B. (2014). PCLD e suavização de resultados em instituições financeiras no Brasil. In *Encontro da ANPAD-EnANPAD*, 38.
- Bittencourt, W. R., Bressan, V. G. F., Goulart, C. P., Bressan, A. A., Costa, D. R. de M., & Lamounier, W. M. (2017). Rentabilidade em Bancos Múltiplos e Cooperativas de Crédito Brasileiros. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 22–40. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017150349>
- Boddy, C. R. (2011). The corporate psychopaths theory of the global financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 102, 255–259. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0810-4>
- Bouvatier, V.; Lepetit, L. & Strobel, F. (2014). Bank income smoothing, ownership concentration and the regulatory environment. *Journal of Banking & Finance*, 41, 253–270. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.001
- Bressan, V. G. F., Braga, M. J., Bressan, A. A., & Resende Filho, M. de A. (2011). Uma aplicação do sistema PEARLS às cooperativas de crédito brasileiras. *Revista de Administração*, 46(3), 258–274. <https://doi.org/10.5700/rausp1011>

- Bressan, V. G. F., Bressan, A. A., & Silva Júnior, J. M. da. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Foi Uma Estratégia Utilizada na Última Década pelas Cooperativas de Crédito Filiadas ao Sicredi? *Revista de Gestão e Organizações Cooperativas*, 2(3). <https://doi.org/10.5902/10.5902/2359043216336>
- Bressan, V. G. F., Bressan, A. A., & Silva, J. M. da. (2016). Gerenciamento de resultados em cooperativas no Brasil: avaliação do income smoothing nas filiadas do SICREDI. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 9(3), 283–300. <https://doi.org/10.14392/asaa.2016090303>
- Bressan, V. G. F., Santos, L. S. Z., & Bressan, A. A. (2015). Gerenciamento de resultados para evitar divulgar perdas: um estudo das cooperativas de crédito filiadas à CONFESOL. In *53º Congresso da SOBER, UPPB, João Pessoa* 1-20.
- Bressan, V. G. F., Souza, D. C. D., & Bressan, A. A. (2017). Income smoothing: a study of the health sector's credit unions. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 19, 627-643. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v0i0.2617>
- Brown, C., & Davis, K. (2009). Capital management in mutual financial institutions. *Journal of Banking & Finance*, 33(3), 443–455. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.08.016>
- Buchholz, F., Lopatta, K., & Maas, K. (2020). The deliberate engagement of narcissistic CEOs in earnings management. *Journal of Business Ethics*, 167, 663-686. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04176-x>
- Campbell, W. K., Hoffman, B. J., Campbell, S. M., & Marchisio, G. (2011). Narcissism in organizational contexts. *Human Resource Management Review*, 21(4), 268-284. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2010.10.007>
- Capalbo, F., Frino, A., Lim, M. Y., Mollica, V., & Palumbo, R. (2017). The impact of CEO narcissism on earnings management: The impact of CEO narcissism on earnings management. *Abacus*, 54(2), 210–226. <https://doi.org/10.1111/abac.12116>
- Carré, J. R., Jones, D. N., & Mueller, S. M. (2020). Perceiving opportunities for legal and illegal profit: Machiavellianism and the Dark Triad. *Personality and Individual Differences*, 162(109942), 109942. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2020.109942>
- Carvalho, F. L. D., Diaz, M. D. M., Bialoskorski Neto, S., & Kalatzis, A. E. G. (2015). Saída e insucesso das cooperativas de crédito no Brasil: uma análise do risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 70-84. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201411390>
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351–386. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.3.351>
- Cheng, X. (2012). Managing specific accruals vs. structuring transactions: Evidence from banking industry. *Advances in Accounting*, 28(1), 22–37. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2012.02.001>
- Chowdhury, A., Mollah, S., & Al Farooque, O. (2018). Insider-trading, discretionary accruals and information asymmetry. *The British Accounting Review*, 50(4), 341-363. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.08.005>
- CNAC - Confederação Nacional de Auditoria Cooperativa (2018). *Histórico*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://cnac.coop.br/historico.aspx>
- Crysel, L. C., Crosier, B. S., & Webster, G. D. (2013). The Dark Triad and risk behavior. *Personality and Individual Differences*, 54(1), 35–40. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2012.07.029>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572–1593. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0750>
- D'Souza, M. F., & Jones, D. N. (2017). Taxonomia da rede científica do Dark Triad: revelações no meio empresarial e contábil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(3), 296-313. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i3.1588>

- D'Souza, M. F., Lima, G. A. S. F. de, Jones, D. N., & Carré, J. R. (2019). Do I win, does the company win, or do we both win? Moderate traits of the Dark Triad and profit maximization. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 123–138. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806020>
- Dani, A. C., Filho, L.L., Santos, C.A.dos., & Klann, R.C. (2017). Utilização de Provisões para a Prática de Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(3), 37–56. <https://doi.org/10.18405/recfin201703033>
- Dantas, J. A., Borges, M. A. B., & Fernandes, B. V. R. (2018). Gerenciamento de resultados contábeis em cooperativas de crédito no Brasil. *Revista Ambiente Contábil*, 10(2), 342. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n2id14112>
- Driesch, T. V. D., Costa, M. E. S. D., Flatten, T. C., & Brettel, M. (2015). How CEO experience, personality, and network affect firms' dynamic capabilities. *European Management Journal*, 33(4), 245–256. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2015.01.003>
- D'Souza, M., & Lima, G. A. S. F. D. (2015). The dark side of power: The dark triad in opportunistic decision-making. *Advances in Scientific and Applied Accounting, São Paulo*, 8(2), 135-156. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2641799>
- D'Souza, M. F. (2016). *Manobras financeiras e o Dark Triad: o despertar do lado sombrio na gestão* [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06052016-110703/pt-br.php>
- Góis, A. D. (2017). *The dark tetrad of personality and the accounting information quality: the moderating effect of corporate reputation* [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-22022018-171814/>
- Goulart, A. M. C. (2007). *Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil* [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17032008-124153/>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Grover, S., & Furnham, A. (2021). The moderating effects of emotional stability on the relationship between the Dark Triad and different measures of risk-taking. *Personality and Individual Differences*, 171(110450), 110450. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2020.110450>
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks: Real activities manipulation and future performance. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Haga, J., Huhtamäki, F., & Sundvik, D. (2022). Employee effort and earnings management. *Global Finance Journal*, 53 (100622), 100622. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100622>
- Hajhosseini, S., Fathi, Z. & Shafiei, H. (2019). Are Those with Darker Personality Traits more Willing to Corrupt When They Feel Anxious? *Iranian Journal of Management Studies*, 12(3), 451-479, doi: 10.22059/ijms.2019.266704.673335
- Ham, C., Lang, M., Seybert, N., & Wang, S. (2017). CFO narcissism and financial reporting quality: Cfo narcissism and financial reporting quality. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1089–1135. <https://doi.org/10.1111/1475-679x.12176>
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of management review*, 32(2), 334-343. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.24345254>

- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Harrison, A., Summers, J., & Mennecke, B. (2016). The effects of the dark triad on unethical behavior. *Journal of Business Ethics*, 153, 53-77. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3368-3>
- Hilary, G., Huang, S., & Xu, Y. (2017). Marital status and earnings management. *European Accounting Review*, 26(1), 153-158. <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1266958>
- Hillier, D., Hodgson, A., Stevenson-Clarke, P., & Lhaopadchan, S. (2008). Accounting window dressing and template regulation: A case study of the Australian credit union industry. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 579-593. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9640-9>
- Hirschi, A., & Spurk, D. (2021). Ambitious employees: Why and when ambition relates to performance and organizational commitment. *Journal of Vocational Behavior*, 127(103576), 103576. <https://doi.org/10.1016/j.jvb.2021.103576>
- Hryniewicz, L. G. C., & Vianna, M. A.. (2018). Mulheres em posição de liderança: obstáculos e expectativas de gênero em cargos gerenciais. *Cadernos EBAPE.BR*, 16 (Cad. EBAPE.BR, 2018 16(3)). <https://doi.org/10.1590/1679-395174876>
- Jin, J. Y., Kanagaretnam, K., & Liu, Y. (2018). Banks' funding structure and earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 59, 163-178. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.08.009>
- Johnson, E. N., Kuhn, J. R., Apostolou, B. A., & Hassell, J. M. (2013). Auditor perceptions of client narcissism as a fraud attitude risk factor. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32(1), 203-219. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50329>
- Jones, D. N. (2013). What's mine is mine and what's yours is mine: The Dark Triad and gambling with your neighbor's money. *Journal of Research in Personality*, 47(5), 563-571. <https://doi.org/10.1016/j.jrp.2013.04.005>
- Jones, D. N., & Paulhus, D. L. (2014). Introducing the short Dark Triad (SD3): a brief measure of dark personality traits: A brief measure of dark personality traits. *Assessment*, 21(1), 28-41. <https://doi.org/10.1177/1073191113514105>
- Kanagaretnam, K., Krishnan, G. V., & Lobo, G. J. (2010). An empirical analysis of auditor independence in the banking industry. *The Accounting Review*, 85(6), 2011-2046. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.6.2011>
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Yi, H. C. (2021). Vice or virtue? The impact of earnings management on bank loan agreements. *International Review of Economics & Finance*, 73, 303-324. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.12.028>
- Kim, Y., Liu, C., & Rhee, S. G. (2003). The relation of earnings management to firm size. *Journal of Management Research*, 4(1), 81-88.
- Lee, G., & Masulis, R. W. (2009). Seasoned equity offerings: Quality of accounting information and expected flotation costs. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 443-469. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.04.010>
- Lei n.º 4.595 (Brasil). *Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências*, Diário Oficial da União. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm.
- Li, I.-C., & Hung, J.-H. (2013). The moderating effects of family control on the relation between managerial overconfidence and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(02), 1350010. <https://doi.org/10.1142/s0219091513500100>

- Lunardi, M. A., Haussmann, D. C. S., & Klann, R. C. (2020). Propensão ao gerenciamento de resultados em empresas familiares e não familiares. In: *XIV Congresso ANPCONT*.
- Macedo, M. A. da S., & Kelly, V. L. de A. (2016). Gerenciamento de Resultados em Instituições Financeiras no Brasil: Uma Análise com Base em Provisões para Crédito de Liquidação Duvidosa. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 4(2), 82–96. <https://doi.org/10.18405/recfin20160206>
- Maia, S. C., Bressan, V. G. F., Lamounier, W. M., & Braga, M. J. (2013). Earnings management in Brazilian credit unions. *Brazilian Business Review*, 10(4), 91–109. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.4>
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1–31.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php>
- McKee, G., Kagan, A., & Ghosh, A. (2019). Small asset credit union executive succession concerns. *Journal of co-operative organization and management*, 7(1), 26–33. <https://doi.org/10.1016/j.jcom.2019.03.001>
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1. <https://doi.org/10.2307/2491176>
- Moraga, F. R. G. (2015). La tríada oscura de la personalidad: maquiavelismo, narcisismo y psicopatía. Una mirada evolutiva. *Criminalidad*, 57(2), 253–265.
- Murphy, P. R. (2012). Attitude, Machiavellianism and the rationalization of misreporting. *Accounting, Organizations and Society*, 37(4), 242–259. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2012.04.002>
- Naaman, C. (2018). Three Essays on Credit Unions (Doctoral dissertation, Concordia University). Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://spectrum.library.concordia.ca/id/eprint/984763/>
- Noronha, C., Zeng, Y., & Vinten, G. (2008). Earnings management in China: an exploratory study. *Managerial Auditing Journal*, 23(4), 367–385. <https://doi.org/10.1108/02686900810864318>
- O’Boyle, E. H., Forsyth, D., Banks, G. C., & Story, P. A. (2013). A meta-analytic review of the Dark Triad–intelligence connection. *Journal of Research in Personality*, 47(6), 789–794. <https://doi.org/10.1016/j.jrp.2013.08.001>
- OCB, Organização das Cooperativas do Brasil. (2020.). *Anuário do Cooperativismo Brasileiro*. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <https://materiais.somoscooperativismo.coop.br/anuario-do-cooperativismo>
- Papageorgiou, K. A., Wong, B. & Clough, P. J. (2017). Beyond good and evil: Exploring the mediating role of mental toughness on the Dark Triad of personality traits. *Personality and Individual Differences*, 119, 19–23, <https://doi.org/10.1016/j.paid.2017.06.031>
- Paulhus, D. L., & Jones, D. N. (2015). Measures of dark personalities. In *Measures of Personality and Social Psychological Constructs* (pp. 562–594). Elsevier.
- Paulhus, D. L., & Williams, K. M. (2002). The Dark Triad of personality: Narcissism, Machiavellianism, and psychopathy. *Journal of Research in Personality*, 36(6), 556–563. [https://doi.org/10.1016/s0092-6566\(02\)00505-6](https://doi.org/10.1016/s0092-6566(02)00505-6)
- Peni, E., & Vähämaa, S. (2010). Female executives and earnings management. *Managerial Finance*, 36(7), 629–645. <https://doi.org/10.1108/03074351011050343>
- Pethman, T., & Erlandsson, S. (1997). Vad innefattar begreppet psykopati? *Nordisk Psykologi*, 49(2), 114–135. <https://doi.org/10.1080/00291463.1997.11863896>
- Porto, W. S., Ribeiro, M. T. J. D. B., Anjos, L. C. M. D., & Sampaio, Y. D. S. B. (2020). Precisa Sobrar Mais: Gerenciamento de Resultados em Cooperativas de Crédito Brasileiras. *Pensar Contábil*, 22(77).

- Rosenthal, S. A., & Pittinsky, T. L. (2006). Narcissistic leadership. *The leadership quarterly*, 17(6), 617-633. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2006.10.005>
- Roussanov, N., & Savor, P. (2014). Marriage and managers' attitudes to risk. *Management Science*, 60(10), 2496-2508. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1926>
- Santos, L. S. Z., Bressan, V. G. F., Braga, M. J., & Guerra, C. M. A. (2018). Gerenciamento de resultados e eficiência: um estudo nas cooperativas de crédito filiadas ao sistema Unicred. *Revista de Gestão e Organizações Cooperativas*, 5(10), 19-32. <https://doi.org/10.5902/2359043228940>
- Santos, R. R. dos, & Santos, J. F. dos. (2020). Income smoothing practices and conservatism in Brazilian credit unions. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 14(1), 76-88. <https://doi.org/10.12712/rpca.v14i1.38886>
- Shafer, W. E., & Wang, Z. (2011). Effects of ethical context and Machiavellianism on attitudes toward earnings management in China. *Managerial auditing journal*, 26(5), 372-392. <https://doi.org/10.1108/02686901111129553>
- Silva, A. D. (2019). *Influência do dark tetrad de executivos na relação entre os mecanismos de governança corporativa e a prática de gerenciamento de resultados* [Tese de Doutorado]. Universidade Regional de Blumenau.
- Smith, M. B., Craig Wallace, J., & Jordan, P. (2016). When the dark ones become darker: How promotion focus moderates the effects of the dark triad on supervisor performance ratings: When the Dark Ones Become Darker. *Journal of Organizational Behavior*, 37(2), 236-254. <https://doi.org/10.1002/job.2038>
- Smith, S. F., & Lilienfeld, S. O. (2013). Psychopathy in the workplace: The knowns and unknowns. *Aggression and Violent Behavior*, 18(2), 204-218. <https://doi.org/10.1016/j.avb.2012.11.007>
- Soares, M. M., & Sobrinho, M. (2008). *Microfinanças: O papel do Banco Central do Brasil e a importância do cooperativismo de crédito* (2ª ed.). BCB.
- Spain, S. M., Harms, P., & LeBreton, J. M. (2014). The dark side of personality at work. *Journal of organizational behavior*, 35(S1), S41-S60. <https://doi.org/10.1002/job.1894>
- Templer, K. J. (2018). Dark personality, job performance ratings, and the role of political skill: An indication of why toxic people may get ahead at work. *Personality and Individual Differences*, 124, 209-214. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2017.11.030>
- Trapp, A. C. G. (2009). *A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis* [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Recuperado em 12 de abril de 2024 em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-08072009-160920/>
- Zainuldin, M. H., & Lui, T. K. (2020). Earnings management in financial institutions: A comparative study of Islamic banks and conventional banks in emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101044. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.07.005>

Consórcio Intermunicipal de Saúde e os Desafios da Cooperação: análise da experiência na Zona da Mata de Minas Gerais

Jéssica Natália da Silva Martins

<http://orcid.org/0000-0001-6947-9003>

Bruno Tavares

<https://orcid.org/0000-0002-5140-7359>

Antônio Carlos Brunozi Júnior

<https://orcid.org/0000-0001-9372-6246>

Resumo

Objetivo: Compreender o papel dos Consórcios Intermunicipais de Saúde (CIS) da Zona da Mata mineira na viabilização da ação conjunta entre entes públicos.

Método: Foi realizada análise de conteúdo categorial temática em 33 documentos (protocolos de intenção, estatutos, contratos de programa e de rateio) dos 9 CIS que compõem a Zona da Mata mineira, além de 10 entrevistas, entre secretários executivos, gerentes administrativos e prefeitos.

Resultados: São evidenciados instrumentos de ajustamento mútuo, arenas de debate técnico e de deliberação conjunta, além de controles que tornam os CIS uma estrutura de governança capaz de superar os obstáculos à cooperação, limitar ações oportunistas e favorecer resoluções de conflito.

Contribuições: Os achados da pesquisa contribuem por apresentarem como as relações de cooperações nos CIS ocorre. Houve a percepção da existência de características e modelos do sistema federalista e da administração pública e risco de comportamento oportunista, indicando-se que na gestão dos CIS os atores apresentam comportamentos de utilitarismo e também de convergência aos seus objetivos.

Palavras-chave: Federalismo; Cooperação; Associativismo municipal; Governança.

1 Introdução

Os CIS são estruturas públicas que emergem da cooperação entre entes estatais com vistas à operacionalização das políticas de saúde de média e alta complexidade (Diniz Filho, 2014). Com base neste contexto, este estudo aborda as condições estabelecidas nos consórcios que permitem a ação conjunta entre os municípios, mesmo em condições adversas à cooperação, tais como a acentuada disparidade socioeconômica, elevada complexidade do aparato estatal e diferenciação em cada nível federativo (União, estados e municípios) (Affonso, 2000; Filippim & Abrucio, 2016).

Os CIS representam uma ruptura com a tradição de isolamento da administração pública brasileira, pois incorporam a necessidade de atuação em nível regional (entre o estadual e o municipal) e exigem uma transformação na gestão pública. Nesse sentido, configuram-se como arranjos institucionais cooperativos em um contexto de federalismo competitivo e municipalismo autárquico (Abrucio & Sano, 2013).

Apenas a constituição formal não garante que haja conformação de ideias entre as ações dos municípios, o que tornaria os consórcios nada além de boas ideias. Teixeira *et al.* (2003), por exemplo, indicaram que prefeitos podem ter incentivos para participar de consórcios devido à melhoria e ampliação dos serviços de saúde em atenção secundária e terciária, mas podem não permanecer com a parceria.

É necessário, portanto, que haja um processo de construção de objetivos comuns (contratos, acordos e formalização de uma estrutura) e instrumentos que viabilizem a execução das atividades para cumprir sua finalidade pública (Galvão, 2020). De maneira geral, a estrutura dos CIS pode ser entendida como arranjos para possibilitar a cooperação, realizar a coordenação das atividades e moldar acordos de superação de conflitos.

Além da estrutura burocrática/organizacional, os consórcios são instituídos e fundamentados em quatro acordos principais: protocolo de intenções (primeiro acordo entre poderes públicos que concordam com a constituição do consórcio), estatuto (regras gerais sobre funcionamento, estrutura e relações entre participantes), contrato de programa e contrato de rateio (acordos entre o consórcio e cada município em particular sobre a contribuição financeira e a oferta de serviços de média e alta complexidade em saúde). Assim, pode-se afirmar que os CIS materializam acordos e se formalizam por meios de instrumentos de governança. Reis e Diehl (2015) identificaram esses elementos de boa governança no CIS do Rio Grande do Sul.

Não obstante, ainda enfrentam desafios próprios do ordenamento da administração pública brasileira, no qual podem prevalecer interesses pessoais e políticos de cada ator. Estudar esse arranjo institucional público permite revelar condições fundamentais que denotam a cooperação entre atores que os constituem. Requerem, assim, a existência de normas e acordos essencialmente distintos da burocracia isolada dos poderes públicos municipais e das relações federativas entre os níveis estadual e municipal (Diniz Filho, 2013).

Com base no exposto, esta pesquisa tem por objetivo compreender o papel dos CIS da Zona da Mata mineira na viabilização da ação conjunta entre entes públicos. Para tanto, o estudo analisou os instrumentos de governança formalizados pelos CIS da Zona da Mata mineira. Mesorregião escolhida por apresentar elevada heterogeneidade entre os municípios, potencialmente dificultando estratégias coletivas de políticas públicas (Sachs, 2008).

Dado o objetivo desta pesquisa, alguns elementos são elencados para a sua justificativa: i) estudos anteriores (Morais & Chaves, 2016; Lui *et al.*, 2020; Lui *et al.*, 2022) predominantemente estão concentrados em descrever o conteúdo ou as estratégias dos convênios celebrados entre os entes da Federação. Aqui, o foco está nas relações, no compartilhamento de atribuições e responsabilidades para a oferta de saúde pública, sobretudo sob a ótica dos atores envolvidos – buscou-se enfatizar como os consórcios públicos se relacionam em variadas instâncias de gestão; ii) além da análise documental, captou-se a percepção dos envolvidos na governança dos CIS – relações e gestão envolvem pessoas, que devem ser ouvidas; e iii) segundo discutido por Lui *et al.* (2022), as pesquisas desta área carecem de reflexões de como os consórcios públicos se comunicam (relações) e se as cooperações são suficientes para a gestão. No *locus* de Minas Gerais, esse cenário foi base para a presente investigação.

Seguindo essas justificativas, foram possíveis contribuições com este estudo, principalmente aquelas associadas em como as relações de cooperações nos CIS ocorre. Houve a percepção da existência de municipalismo autárquico, federalismo competitivo, modelos de administração pública burocrática, heterogeneidade entre os municípios e risco de comportamento oportunista, indicando-se que na gestão dos CIS os atores apresentam comportamentos de utilitarismo e também de convergência aos seus objetivos.

Além da introdução, este estudo está estruturado em outras quatro seções. A seguir são apresentados os principais embasamentos teóricos que foram utilizados para a proposição da pesquisa. Posteriormente são apresentados os percursos metodológicos e os resultados das análises, com as discussões feitas. E, por fim, as contribuições e indicações de estudos futuros são apontadas.

2 Referencial Teórico

2.1 Consórcios públicos: ação coletiva e governança em saúde

Os consórcios públicos são entendidos como estruturas que podem propiciar aos municípios que se consorciaram atendimento da demanda pela oferta de bens públicos. Assim, há o reconhecimento de que os municípios consorciados possuem necessidades comuns que são atendidas por meio de ações coletivas (Gerigk & Pessali, 2014; Amaral & Blatt, 2011; Nascimento *et al.*, 2021).

De forma generalizada, as ações coletivas são compreendidas como relações sociais e econômicas entre indivíduos que pertencem a um mesmo grupo, com interesses comuns (Wolfart *et al.*, 2014). Não obstante, mesmo que as compreensões e funções sejam similares em ações coletivas, existem várias abordagens e autores que discutem o tema. Olson (2015), por exemplo, entende que a ação coletiva pode ser benéfica a partir da observação de algumas variáveis, como, por exemplo, o tamanho e o comportamento dos grupos de atores. Hardin (1982) e Ostrom (2005) por outro lado, dirigem o foco da ação coletiva quando alinhada à gestão de recursos comuns, os também chamados ‘commons’. Ou seja, os grupos tendem a se reunir quando percebem que os recursos, que podem ser naturais, como água, ar e outros, estão em escassez e devem ser geridos.

No contexto público, Feiock e Scholz (2009) destacam, por sua vez, que a ação coletiva entre diferentes governos locais é essencial para lidar com problemas que transcendem as fronteiras municipais, como a gestão de recursos naturais ou o desenvolvimento econômico. Eles enfatizam que o sucesso dessas redes depende fortemente dos contextos locais, como a história de cooperação entre as jurisdições e os incentivos específicos presentes em cada região.

Assim sendo, não existem padrões de ação coletiva, ou seja, os atores (membros da rede) não se comportam de uma mesma maneira em qualquer situação ou, ainda, não é possível identificar grupos homogêneos na sociedade. Nos dizeres de Carlos (2015, p. 84), ao corroborar Dagnino *et al.* (2006), “não existe um padrão homogêneo ou um modelo de ação unitário que represente os atores societários e que sirva de paradigma da ação dos movimentos sociais, tendo em vista a complexidade e a heterogeneidade da sociedade civil”.

Nesse mesmo sentido, Bimber *et al.* (2005, p. 366) apontam que é necessário não apenas questionar se os exemplos de ação coletiva contemporâneos se encaixam nos requisitos teóricos, mas também se a teoria se encaixa “no rico conjunto de ações coletivas agora presentes na vida pública” (tradução nossa). Dessa forma, depreende-se que a análise de CIS, entendidos como formas de ação coletiva, deve ser capaz de compreender aquilo que se propõe, ou seja, características dos comportamentos e dos acordos nos interrelacionamentos dos poderes municipais.

A ação coletiva em CIS representa, nesse sentido, uma estratégia relevante para a compreensão da cooperação entre municípios. Em um contexto (brasileiro) marcado por significativa desigualdade regional e dificuldades na gestão de recursos públicos, os CIS permitem que municípios de diferentes tamanhos e capacidades administrativas se unam para oferecer serviços de saúde de maneira mais eficiente e equitativa, e superem limitações individuais. Essa forma de organização coletiva possibilita, por exemplo, a ampliação do acesso aos serviços de saúde de média e alta complexidade, a redução dos custos (economias de escopo) e o aumento da capacidade de negociação dos municípios com os fornecedores de insumos e serviços (economias de escala) (Arretche, 2010; Flexa & Barbastefano, 2020).

Entretanto, a ação coletiva em CIS enfrenta desafios significativos e depende de diversos fatores institucionais e contextuais. Sobre os desafios, ressaltam-se a coordenação entre os entes participantes e a manutenção de um compromisso contínuo entre os municípios. A diversidade de interesses e a variação nas capacidades financeiras e administrativas dos municípios podem dificultar a coesão, a cooperação e a eficiência do consórcio. Quanto aos fatores institucionais e contextuais, destaca-se que a governança dos CIS precisa ser adaptativa, de modo a permitir uma gestão flexível que atenda às necessidades locais e seja capaz de responder rapidamente às mudanças de cenário político, econômico e social. Além disso, a construção de confiança entre os municípios torna-se essencial para o sucesso da ação coletiva, facilitando a cooperação e reduzindo os riscos de conflitos e ineficiências (Domingos *et al.*, 2019; Martins *et al.*, 2020).

Ainda nesse contexto, a literatura (Ostrom, 1990; Feiock, 2007) sobre ação coletiva destaca a importância de mecanismos de governança que incentivem a cooperação e minimizem o risco de comportamentos oportunistas, como o “*free-riding*”, no qual, no ambiente dos CIS, alguns municípios podem beneficiar-se das vantagens do consorciamento sem contribuir adequadamente com o rateio firmado em acordo (Teixeira *et al.*, 2003). O desenho institucional dos consórcios, incluindo regras claras para adesão, divisão de custos, mecanismos de monitoramento e *enforcement*, é essencial para possibilitar o sucesso dessas iniciativas.

Estudos (Grin *et al.*, 2018; Ventura & Suquizaqui, 2020) mostram que os consórcios tendem a investir no desenvolvimento de capacidades técnicas e administrativas, além de fomentar o aprendizado organizacional entre os participantes. Esses esforços são fundamentais para garantir a sustentabilidade a longo prazo dos CIS e para criar um ambiente propício à inovação e à melhoria contínua dos serviços. A ação coletiva, portanto, não só contribui para a eficiência na prestação de serviços, mas também fortalece a governança local e regional, e amplia o impacto positivo das políticas públicas.

Neste estudo, optou-se pela compreensão do papel dos CIS, enquanto formas de ação coletiva, na viabilização de serviços públicos de saúde. A governança é inerente a esta análise por ser um elemento base para a compreensão da estrutura dos acordos e normas que vão possibilitar a união de esforços para o atendimento da média e alta complexidade da saúde. Contudo, a ideia não é discutir os elementos ou as motivações para a constituição do consórcio público intermunicipal, mas busca-se a compreensão e análise do aspecto relacional, que dita as responsabilidades e o planejamento da prestação de serviços. Isto é, o estudo propõe-se em discutir como se dá a ação coletiva em CIS e como essa ação coletiva supera barreiras contextuais da administração pública brasileira. Ademais, são verificados elementos que podem impedir a ocorrência de uma ação coletiva mais eficiente e como eles se manifestam. A seguir, são discutidos esses elementos.

3. Elementos teóricos que influenciam a atuação dos CIS: federalismo e modelos de gestão pública

As organizações públicas carregam consigo características de diversos modelos, paradigmas e sistemas (Klumb & Hoffmann, 2016). Os CIS, de forma mais específica, são marcados pelos desdobramentos do sistema federativo brasileiro (Diniz Filho, 2013) e pelos modelos patrimonialista, burocrático e gerencial (Denhardt & Catlaw, 2017; Fabríz, 2017; Lui & Schabbach, 2020; Mathias & Oliveira, 2019).

Quanto ao sistema federal brasileiro cabe primeiramente destacar a coexistência de dois modelos: o competitivo e o cooperativo (Elazar, 1987). O modelo competitivo tem sua origem na Teoria Econômica Aplicada da Descentralização e é apresentado de forma seminal por Tiebout (1956). Para esse modelo, os governos devem ter o intuito de aumentar a eficiência do setor público. O modelo cooperativo, no entanto, pode ser viável em contextos de desigualdade regional (Ismael, 2018).

Os CIS surgem no Brasil em meio a um contexto específico: a) de um lado, os municípios são incentivados a se tornarem autônomos na gestão de suas políticas de saúde; b) por outro lado, enfrentam dificuldades nessa gestão, principalmente no que tange à limitação de capacidade e recursos, e veem na cooperação um caminho para a execução das ações de saúde (Abrucio *et al.*, 2013). Assim, quando estruturados, os CIS possibilitam a articulação conjunta entre os municípios para a oferta desses serviços e a realização de compras coletivas, otimizando recursos e ampliando a cobertura assistencial. Esses consórcios têm se mostrado fundamentais para superar, além da dificuldade de gestão e escassez de recursos, as limitações impostas pelas desigualdades regionais (Domingos *et al.*, 2019; Martins *et al.*, 2020).

Nascimento *et al.* (2021) destacam que essas estruturas permitem o compartilhamento de recursos, infraestrutura e conhecimento técnico e ajudam a reduzir desigualdades regionais na oferta de serviços de saúde, pois permitem que municípios menores ou com menos recursos tenham acesso a serviços que, de outra forma, não conseguiriam prover sozinhos. Em contrapartida, indicam a necessidade de superação de desafios relacionados à coordenação e governança dos consórcios, como a necessidade de alinhamento de interesses entre diferentes municípios e a complexidade na tomada de decisões coletivas. Ademais, ressaltam que características políticas, econômicas e sociais de cada região impactam diretamente o sucesso e a funcionalidade desses arranjos cooperativos.

Fernandes *et al.* (2020) apresentam que a formação de consórcios intermunicipais pode aumentar a eficiência operacional dos municípios, pois permite que sejam compartilhados custos e recursos. Além disso, de acordo com a Secretaria de Estado de Saúde de Minas Gerais (2021), podem apresentar as seguintes vantagens: redução de custos, aumento do diálogo entre municípios de uma mesma região, solução de problemas regionais e planejamento conjunto para a execução de políticas de saúde.

Não obstante, ressaltam que em contextos locais existem elementos (proximidade geográfica, histórico de cooperação entre os municípios e características socioeconômicas locais) que são determinantes para a formação e eficácia dos consórcios (Nascimento *et al.*, 2021; Fernandes *et al.*, 2023).

Nesse sentido, a gestão e a governança de CIS enfrentam diversos desafios, especialmente no que diz respeito à coordenação entre os diferentes entes federados e à garantia de sustentabilidade financeira a longo prazo. A integração de políticas de saúde no âmbito dos consórcios exige uma governança efetiva, capaz de alinhar os interesses dos diversos municípios e garantir a transparência e a *accountability* na aplicação dos recursos públicos (Martins *et al.*, 2020; Souza, 2023).

Quanto aos elementos da administração pública, Julião e Oliveri (2020), ao estudarem os consórcios públicos do Ceará - Brasil, destacam o papel dos políticos e burocratas. Na visão dos autores, a burocracia foi evidenciada principalmente pela indução do governo estadual e pela atuação dos gestores que atuavam na gestão pública, pois contribuíram para a estratégia de constituição do consorciamento no estado analisado. Nuske *et al.* (2018) também destacam elementos da burocracia (estrutura organizacional, normas e prazos), que já existiam na administração pública municipal e passam a compor essas novas formas de atuação.

Para Flexa e Barbastefano (2020), outros elementos que se manifestam na gestão municipal também permanecem quando constituídos os CIS. A baixa qualificação de servidores públicos, conflitos de agenda, lacunas de planejamento, entraves burocráticos, recursos limitados e mal aplicados, são alguns exemplos. Assim, a formação de consórcios é necessária ante as dificuldades enfrentadas para a entrega de serviços públicos em diversos municípios (Marroni *et al.*, 2021; Lui & Schabbach, 2020; Silva *et al.*, 2017). A partir da consolidação dessas novas entidades é que muitos municípios terão condições de sanar as principais dificuldades na entrega de serviços de saúde de média e alta complexidade (eficácia – gerencialismo).

Estudos sobre a atuação de CIS têm indicado ainda a importância da avaliação e análise dos usuários dos serviços de saúde oferecidos por essas entidades e também o controle social (Fabriz, 2017; Mathias & Oliveira, 2019). Dessa maneira, observa-se que não somente a entrega de serviços tem sido buscada, mas também o atendimento às necessidades da sociedade.

Ressalta-se, dessa forma, que, além de serem estruturas públicas que devem obter resultados sociais, os CIS são também entendidos como novas entidades, formadas a partir da cooperação municipal. Isso porque comportam em sua estrutura organizacional atores (assembleia, presidente, secretário executivo e conselho fiscal) que se interrelacionam em situações que podem nem sempre serem cooperativas e opostas ao conflito (Gerigk & Pessali, 2014).

4 Procedimentos Metodológicos

Conforme a Secretaria de Estado de Saúde de Minas Gerais (SES-MG), em 2021, havia 74 CIS ativos, sendo 64 generalistas e 10 temáticos (ligados ao Serviço de Atendimento Móvel de Urgência – SAMU), que congregava mais de 90% dos municípios do estado, atendendo a uma população de mais de 20 milhões de habitantes. Em abril desse mesmo ano, de acordo com a SES, na mesorregião da Zona da Mata estavam inseridos nove consórcios intermunicipais de saúde. Desses, oito são generalistas e um é temático.

O presente estudo considerou 134 municípios consorciados em CIS localizados na mesorregião da Zona da Mata mineira. A mesorregião foi escolhida por reproduzir uma característica do estado de Minas Gerais: a heterogeneidade entre os municípios.

Para compreender a estrutura de governança existente nos CIS mencionados foi realizada a análise de 33 contratos (protocolo de intenções, estatuto, contrato de rateio e de programa). Os documentos foram coletados nos *websites* dos consórcios e também foram solicitados via contato direto, por telefone e/ou e-mail, entre os meses de janeiro a março de 2021.

Para a compreensão pormenorizada desses acordos e dos fatores contextuais que marcam a trajetória da administração pública brasileira e podem influenciar na cooperação entre os municípios, foram realizadas 10 entrevistas com gestores de oito dos nove CIS da Zona da Mata mineira. Dos respondentes, seis são secretários executivos, dois gerentes administrativos e dois prefeitos. As entrevistas aconteceram no mês de julho de 2021 e foram baseadas em roteiro semiestruturado. Uma revisão bibliográfica sobre o tema dos consórcios foi realizada para suportar os dados.

A pesquisa foi autorizada e registrada no Comitê de Ética e Pesquisa (CEP) da entidade responsável pela pesquisa por meio do Certificado de Apresentação de Apreciação Ética (CAAE) número 39277220.9.0000.5153.

A análise e a interpretação dos dados ocorreram pela análise de conteúdo categorial com grade mista (Bardin, 2011). Isto é, foram estipuladas categorias prévias a partir da fundamentação teórica e outras foram obtidas a partir da análise empírica (Quadro 1).

Quadro 1

Categorias de análise

Fatores contextuais	Incentivos à cooperação	Potenciais benefícios da ação conjunta, características do pacto federativo, estímulos de níveis do governo (estadual e federal) e modelos de administração pública personalista ou burocrática	Kissler e Heidemann (2006), Abrucio <i>et al.</i> (2013), Diniz Filho, (2013), Filippim e Abrucio (2016), Bevir (2017), Silva <i>et al.</i> (2017), Ismael (2018), Flexa e Barbastefano (2020), Lui e Schabbach (2020), Marroni <i>et al.</i> (2021), Nascimento <i>et al.</i> (2021), Fernandes <i>et al.</i> (2020), Fernandes <i>et al.</i> (2023), Domingos <i>et al.</i> (2019)
	Obstáculos ao consorciamento	Municipalismo autárquico, risco de comportamento oportunista, modelo de administração pública gerencialista, heterogeneidade entre os participantes	
Estrutura e instrumentos do consórcio	Estrutura	Conjunto de instâncias e cargos relativos à governança do consórcio	Kissler e Heidemann (2006), Denhardt (2012), Capano <i>et al.</i> (2015), Martins <i>et al.</i> (2020)
	Instrumentos e regras	Contratos, normas e regras de prestação de contas	
	Deliberação	Formas de deliberação e participação dos envolvidos	
	Relacionamentos	Formas e meios de comunicação dos CIS e entre os municípios consorciados	
Atores	Funções e responsabilidades	Identificação dos atores responsáveis e quais as funções que desempenham	Kissler e Heidemann (2006), Denhardt (2012), Capano <i>et al.</i> (2015), Martins <i>et al.</i> (2020)
	Envolvimento	Modo de participação e nível de engajamento	

Fonte: elaboração própria.

As categorias foram escolhidas por refletirem o que neste estudo se propõe: a compreensão do papel dos CIS da Zona da Mata mineira na viabilização da ação conjunta entre os municípios. Para tanto, a análise dos fatores contextuais de indução da formação de CIS0, bem como os fatores contextuais que permeiam o funcionamento das relações se tornam relevantes, pois podem indicar a dicotomia entre a cooperação e a competição no âmbito público (Abrucio *et al.*, 2013). Ademais, o conjunto de freios e contrapesos podem ser revelados, de modo a limitar as ações oportunistas por meio de estrutura e instrumentos de participação e controle. Elementos que dizem respeito à estrutura e composição dos CIS também são relevantes para a compreensão da gestão e da governança, pois irão relevar a existência de atores, cada qual com suas funções e responsabilidades (Denhardt, 2012).

4.1 Resultados e Discussões

4.1.1 Incentivos e obstáculos ao consorciamento público

A responsabilidade assumida pelos municípios no que tange à saúde é advinda da Constituição Federal de 1988, que pressionou a gestão municipal por recursos e estruturas, não obstante a centralização da arrecadação nos estados e na União. Os CIS aparecem como uma forma capaz de minimizar as dificuldades (Relato 1).

Os consórcios na verdade eles se apresentam hoje como o principal veículo de solução de problemas municipais. Hoje a gente tem um pacto federativo que onera o município em responsabilidade e desonera o município em termos tributários [...]. Então, os consórcios aparecem como instrumento de fortalecimento em bloco, né, dessas negociações que acontecem (Relato 1).

Se o pacto federativo empurra o município para o consórcio pela necessidade, também o faz pelo incentivo via política. Dentre os incentivos para constituição dos consórcios, podem ser observados os estímulos de governos (Teixeira & Dowell, 2002; Leal *et al.*, 2019) federais e estaduais, os ganhos de eficiência e de escala (Amaral & Blatt, 2011) e a viabilização de oferta em realidades em que apenas o município, de modo isolado, não teria condições de cumprir suas obrigações constitucionais (Flexa & Barbastefano, 2020).

Leal *et al.* (2019) analisaram as motivações que levaram ao aumento do número de CIS no Estado de Pernambuco. Assim como em Minas Gerais, foco deste estudo, os autores relatam que a expansão dos consórcios em Pernambuco é atribuída principalmente à necessidade de melhorar a eficiência na prestação de serviços de saúde, superar limitações de recursos nos municípios menores e promover a equidade no acesso aos serviços de saúde em diferentes regiões do estado.

Em Minas Gerais, há incentivo ao consorciamento desde 1995, estimulando a criação. Em 2003, houve a regulamentação das relações entre envolvidos (Resolução SES/MG n.º 0353/2003) e, em 2009, a consolidação do Programa Estadual de Fortalecimento dos Consórcios Intermunicipais de Saúde em Minas Gerais (Procis) (Diniz Filho, 2013).

Tais fatores desembocam em um incentivo ao municipalismo cooperativo, e estimulam a ação regionalizada dos poderes locais. Os consórcios viabilizam resultados que não seriam passíveis de realização pela atuação isolada de cada município, em especial os menores, como expressa o Relato 2.

O consórcio ele é de extrema importância principalmente para municípios pequenos, né [...] para fazer uma saúde razoável no município pequeno, se ele não for um consorciado, dificilmente ele vai conseguir, né?! A gente entende que é uma ferramenta importantíssima por conta da lógica de consórcio mesmo, né?! Você aglomerar mais municípios, né, comprar mais com menos, né?! [...] Quando você compra para um município é uma história, quando você compra para vários municípios é outra história, né?! Então a gente consegue os procedimentos com preços muito menores (Relato 2).

Ainda que os municípios maiores, em termos populacionais e com maior arrecadação, pudessem ofertar tais serviços de modo isolado, outros ganhos de ação coletiva incentivam o consorciamento como forma de diminuir a capacidade ociosa (ganhos de escala) e oferecer serviços especializados (ganho de escopo). Tais ganhos são incentivos para a constituição e também para a manutenção da cooperação, o que corrobora o indicado por Flexa & Barbastefano (2020) e apresentado no Relato 3.

O consórcio eu acho que ele foi um avanço em várias etapas, em vários quesitos assim para gente avaliar. Primeiro, em volume de exames, consultas e procedimentos realizados. Segundo, preço. Pela regularidade de poder estar adquirindo os produtos via consórcio. O investimento gerou maior e melhor número de aparelhos, isso gerou um melhor diagnóstico (Relato 3).

Deve-se considerar, ainda, que a gestão da oferta é também realizada pelo CIS, o que não apenas desonera as prefeituras, mas também gera ganhos de especialização e gestão. Esses benefícios são convergentes com o discurso gerencialista adotado pela Nova Administração Pública. A assimilação dessa corrente de pensamento, chegando a prefeitos como adeptos, pode contribuir para a instituição de consórcios e também nortear sua dinâmica. A inspiração de modelos da nova gestão pública (economicidade, eficiência e flexibilidade) é evidenciada, por exemplo, nos documentos (estatutos e protocolos de intenção) ao destacarem explicitamente termos típicos do contexto empresarial, tais como: eficiência, economicidade, estabelecimento de parcerias.

De maneira similar, Galindo *et al.* (2014) observaram que, na política organizacional do Consórcio Intermunicipal de Saúde do Sertão do Araripe de Pernambuco (Cisape), a administração encontrava-se em uma fase de transição, o que evidenciava algumas características do gerencialismo na estrutura organizacional, como a redução da esfera de controle por meio do *empowerment* e a concentração de autoridade na hierarquia de competências.

Dessa forma, entende-se que características do pacto federativo brasileiro (de descentralização das responsabilidades e centralização da arrecadação) e a indução do estado mineiro, associados aos benefícios potenciais do consorciamento, incentivam a formação dessas estruturas. Não obstante, os entraves à criação e continuidade coexistem.

Apesar de atuarem com a base cooperativa, nos CIS pode haver competição e cada município pode buscar independência e garantia de autonomia, ação típica do municipalismo autárquico. Por isso, estímulos contextuais à criação dos CIS podem não ser suficientes para a manutenção da cooperação ou mesmo podem limitá-la, restringindo-a a um sentido formal.

Pereira *et al.* (2020) indicaram elementos que corroboram o que aqui é discutido. Os autores, ao analisarem a regionalização da saúde em Minas Gerais, ressaltaram que, embora a regionalização seja vista como uma estratégia crucial para melhorar a organização e a oferta de serviços de saúde, há vários desafios que comprometem sua eficácia. Dentre os principais obstáculos identificados por eles, estão as dificuldades de coordenação entre diferentes níveis de governo e entre os próprios municípios.

Ribeiro e Costa (2000) também já identificavam obstáculos gerados pelos “típicos problemas de governabilidade”, derivados da apropriação dos bônus políticos, havendo, portanto, risco de oportunismo (por parte de prefeitos, por exemplo). Elementos de conflitos entre associados, descompromisso com o consórcio e outras dificuldades que podem ser atribuídas ao “municipalismo autárquico”. Os relatos 4 e 5 ilustram situações parecidas ocorridas em CIS da Zona da Mata mineira:

É muito claro que os municípios tem interesses muito distintos com relação ao consórcio. Neste ano de 2021, nós tivemos a presença de vários prefeitos que não foram reeleitos e que foram, e que são diferentes ao quadro político anterior a 2020. A partir do momento que as pessoas começam a participar efetivamente do consórcio e a entender exatamente o que significa o consórcio, para que que serve o consórcio, elas mudam um pouco. Mas existe sim uma diferença de pensamento de muitos deles (Relato 04).

Nas eleições muita das vezes os municípios eles querem [...], um quer ser o presidente, aí há algumas divergências [...]. E logo em seguida às eleições existe muito dessa questão de muitas vezes o presidente querer interferir nas ações do consórcio. Interferir de um jeito que não deve interferir, considerando política, né, nomear cargos, trazer pessoas protetivas. Isso acontece muito nos municípios, né, e às vezes eles vem com essa visão aqui para o consórcio. Acha que chega no consórcio e isso pode acontecer também. Como a gente tem uma visão mais macro, né, de um todo, e não especificamente como tem um município, porque um município quer para ele e pronto acabou. E ele tem muito a parte política, de querer agradar, de querer fazer do jeitinho dele, coisa que aparece, coisa que dá mídia, essas coisas (Relato 5).

Assim, existem alguns aspectos que podem agir em sentido contrário à essência de formação dos CIS (união de esforços, parcerias para a oferta e realização de serviços conjuntos em saúde), e que reforçam o isolamento ou a não cooperação. Diferenças sobre influência política, tamanho do município, tamanho de contribuição no rateio e relações interfederativas, podem fazer com que os interesses e as necessidades particulares de cada município se sobreponham aos interesses em comum (Nascimento *et al.*, 2021) (Relatos 6 e 7):

Você já presenciou alguma divergência de interesses no consórcio?

Sim, na entrada de um novo ente consorciado. E a influência política venceu (Relato 6).

Para ser bem sincera, quando (NOME DO MUNICÍPIO OCULTADO) administra o consórcio [...], até porque (NOME DO MUNICÍPIO OCULTADO) representa 58% do recurso daqui e a população é muito maior. Só que quando ele administra o consórcio ele já se torna assim, como se fosse mais pra ele, entendeu?! (Relato 7).

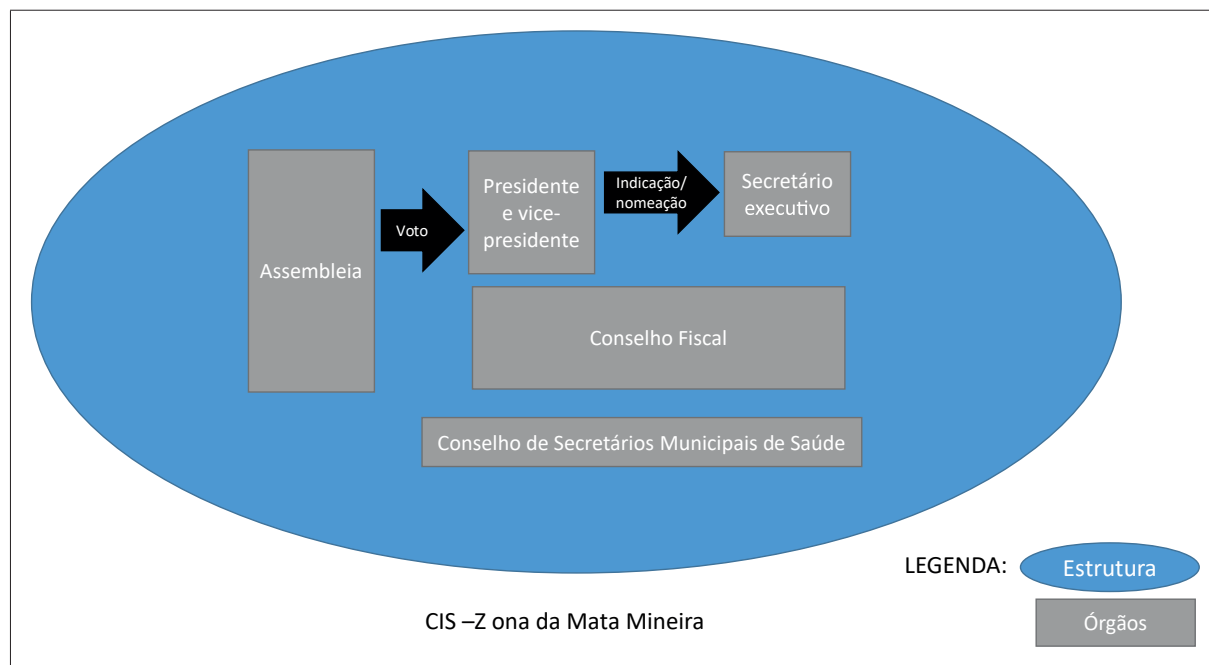
Os prefeitos, como atores políticos, podem ter incentivos de ação oportunista utilizando o consórcio como fonte de influência regional ou para reforçar sua posição dentro do município dirigindo a ação do consórcio para proveito próprio (Relato 7). Todavia, para que exista cooperação é necessário que os obstáculos sejam superados, de modo a limitar as ações oportunistas por meio de estrutura e instrumentos de participação e controle, sob o risco de fragilizar a confiança mútua e tornar a cooperação muito custosa.

Para resolver essas diferenças e gerar continuidade e viabilidade ao consórcio, é necessária uma governança efetiva (Nascimento *et al.*, 2021) que respeite a heterogeneidade uma governança efetiva interna. Para tanto, as características dos municípios devem consideradas nos acordos, de modo a gerar um tratamento equitativo e ajustar suas demandas ao mesmo tempo que sejam respeitadas suas limitações.

4.2.2 Garantindo a cooperação: estrutura e instrumentos do consórcio para dirimir conflitos e fortalecer o objetivo comum

Os elementos de governança expressam a identificação dos órgãos e agentes que são encontrados nos CIS e que precisam se relacionar para que aconteça a ação coletiva. A compreensão de suas funções e responsabilidades permite evidenciar uma primeira “camada” de estrutura com vistas a proteger a cooperação de ações oportunistas e dirigir as atividades para o fim que se propõe, ou seja, a promoção da saúde em média e alta complexidade nos municípios.

Pela análise documental, verificou-se a existência de uma estrutura comum nos CIS da Zona da Mata mineira: assembleia, presidente, secretário executivo, conselho fiscal, conselho de secretários municipais de saúde (composto pelos secretários municipais de saúde dos municípios consorciados) (Figura 1).



Fonte: elaboração própria.

Figura 1. Atores/órgãos que formam a estrutura base dos CIS da Zona da Mata – MG

A assembleia (formada pelos chefes do Executivo de cada um dos entes consorciados) é responsável pelas principais deliberações dos CIS, dentre elas: eleger, por meio de voto, o presidente e os representantes do conselho fiscal, aprovar a indicação do secretário executivo, deliberar sobre a mudança de normativas (estatuto, contratos) e as contas dos CIS. O presidente (integrante da assembleia eleito pelos pares) é responsável por representar e responder pelo consórcio em diversas instâncias, além de buscar parcerias, e indicar o secretário executivo, o qual (indicado pelo presidente e aprovado pela assembleia), atua como gestor do CIS, a partir das demandas da assembleia, do presidente e dos conselhos. O conselho fiscal (composto por integrantes da assembleia eleitos pelos pares) realiza o controle e a fiscalização do CIS, tomando informações sobre as contas e sobre as decisões do presidente e do secretário.

O Relato 8 descreve a estrutura na visão de um entrevistado.

Aí o CONSÓRCIO tem os seus conselhos, nós seguimos, uma regra, uma linha quase de geral dos consórcios, através de um conselho de secretários municipais de saúde, né, um conselho fiscal. O conselho de secretários municipais de saúde da forma que eu já lhe falei, né, ele dita políticas a serem seguidas pelo consórcio. O conselho fiscal, que exerce o controle propriamente dito, né?! E o conselho de prefeitos (assembleia), que é uma instância legal, né, que dá a legalidade aos atos que nós produzimos, né, ele cria resoluções à semelhança de uma câmara municipal que produz leis, né, que vota leis. Então o nosso conselho [assembleia] aprova estatuto, alteração estatutária do protocolo, né, do contrato de consórcio público melhor dizendo. Enfim, que baixa as resoluções. Essa que é a linha do consórcio e, até onde a gente sabe, é bem próximo da grande maioria deles (Relato 8).

A existência dos conselhos de secretários ganha destaque, pois revela uma arena de debate técnico tanto para nortear a assembleia como para controlar a gestão do consórcio.

As formas de comunicação também são formas para evitar a assimetria de informação e para facilitar a tomada de decisão. Enquanto na análise dos documentos percebeu-se que os canais de comunicação se restringiam ao quadro de avisos e ao *e-mail/fax*, pelos relatos foi notado que existem canais sincrônicos e informais. Na maioria dos CIS (sete dos oito CIS analisados), notou-se que a comunicação envolve sistemas e plataformas *web*: “Aí através do grupo de *WhatsApp*, né, e publicado no diário oficial, o site... (Relato 9)”.

A maior interação informal pode contribuir para fortalecer laços e, pelo conhecimento mútuo, aumentar o capital social, evitar problemas de comunicação e gerar aprendizado, como relatado por um dos representantes em um CIS (Relato 10). Destaca-se que os gestores são os organizadores do encontro, o que revela a convergência com a natureza coletiva do consórcio, o qual pode contribuir para favorecer a integração regional para além de sua finalidade na saúde.

A gente tem uma assembleia com prefeitos mensal e itinerante e é sempre na última sexta-feira de cada mês. Então cada mês a gente vai para um município diferente e aí a gente começa com café da manhã, faz a reunião e termina com almoço. É assim uma confraternização, um tempo de trocar ideia, uma aproximação entre eles, que aí se fortalece bastante as ações conjuntas, a troca de ajudas, entendeu?! Então a gente tem essa prática aqui, já é uma peculiaridade nossa desde o início da fundação do consórcio (Relato 10).

As formas de participação, deliberação e prestação de contas devem também ser consideradas como elementos da estrutura.

A forma de participação dos entes consorciados é principalmente materializada por meio de voto. Foi percebido que cada um dos entes tem direito a esse voto e que em todos os protocolos e/ou estatutos existem menções aos direitos e deveres de cada ente consorciado, conforme preza o art. 4º da Lei n.º 11.107, de 6 de abril de 2005 (Lei de Consórcios Públicos). O sistema de prestação de contas do secretário executivo e do presidente à assembleia, com verificação por parte do conselho fiscal, é uma forma de conter influência política e atitudes oportunistas.

Contudo, o voto não garante a efetiva equidade (Shleifer & Vishny, 1997), especialmente considerando as diferenças de capacidade dos recursos e demandas de serviços de saúde. Apesar de ser uma ferramenta essencial em processos democráticos, o voto pode falhar em garantir uma verdadeira equidade e equilíbrio em contextos complexos como os consórcios públicos (Gerick & Pessali, 2014).

Mesmo que os CIS sejam diferentes de estruturas privadas (caracterizadas pelo investimento de acionistas que esperam retorno a partir da quantidade de ações que possuem), pode haver casos em que aqueles que possuem maiores investimentos podem querer mais serviços e isso pode impactar na relação que estabeleceram. Um risco de desequilíbrio e fonte de oportunismo pode derivar da heterogeneidade entre os municípios, considerando o predomínio de municípios maiores ou de lideranças mais fortes politicamente em relação aos menores, ou com deficiência de capital político.

São necessários instrumentos para equilibrar as demandas e as capacidades dos participantes. Dois instrumentos ganham destaque: os contratos de rateio e de programa que servem como instrumentos de resolução de conflitos sobre quais serviços serão oferecidos. Ambos são firmados pelos CIS com cada ente consorciado específico para definir, respectivamente, a parcela de contribuição de cada município para com os consórcios e ações pormenorizadas que cada ente contrata dos CIS. Assim, *per si*, tais contratos representam um mecanismo equalizador das diferenças, o que possibilita o ajuste de demandas diferentes por tratamento distinto.

Por meio das entrevistas realizadas, notou-se que em seis CIS os contratos de rateio são estabelecidos com base em número de habitantes (população do município) ou coeficiente do Fundo de Participação dos Municípios (FPM), o que equaliza a capacidade de contribuição segundo o recebimento de recursos derivados do pacto federativo e não da arrecadação própria. Os contratos de programa, por sua vez, são firmados de maneira diferente para todos os oito CIS e consideram os serviços de saúde de média e alta complexidade que os municípios entendem necessários para suas populações. Cada município contrata aquilo que for consumir.

Os protocolos de intenções e estatutos dos consórcios também se notabilizam pelas parcerias, que podem ser também entendidas como objetivos coletivos das prefeituras para obter flexibilidade de contratação sem as restrições da administração pública direta. Os relatos confirmaram que os CIS conseguem realizar parcerias (terceirizados) (Relato 11).

Há exigência da titularidade dos profissionais contratados, os especialistas. A contratação de serviços terceirizados de alta qualidade, que eles nos oferecem inúmeros procedimentos, seja na área de gastroenterologia, de oftalmologia, de imagem, ressonância, tomografia e tantos outros exames de imagem, que são inúmeros. Então a gente busca esses parceiros para estar realizando extramuro o que nós não temos aqui dentro para ofertar (Relato 11).

4.1.3 Ação dos atores: prefeitos, secretários executivos e secretários de saúde

Para a continuidade da cooperação, os consórcios devem, de fato, concretizar o potencial de benefício e ajustarem continuamente sua dinâmica. Esta seção explora alguns relatos sobre o cotidiano dos CIS para além da estrutura e dos instrumentos.

Os documentos (estatuto, contrato de rateio e contrato de programa) prezam muito por controle, ou seja, buscam resguardar os interesses dos CIS e dos atores, além de restringir ações oportunistas. As entrevistas revelaram que o controle é permeado por confiança entre os pares e fundamentado, principalmente, em uma perspectiva técnica oriunda dos conselhos de secretários municipais de saúde. De modo específico, observa-se na diferença no acompanhamento das atividades dos consórcios nas estruturas: a assembleia (todos os prefeitos), o conselho fiscal (constituído por alguns prefeitos) e o conselho de secretários de saúde.

Os prefeitos, mesmo os membros do conselho fiscal, não se inteiram de forma mais profunda das decisões dos CIS, o que indica que o processo de fiscalização poderia ser aperfeiçoado, mas também que há confiança nas relações. Em alguns consórcios, revelou-se um conselho fiscal incipiente, sendo as reuniões quase uma formalidade exigida pelo estatuto, como manifestado no Relato 12.

O conselho fiscal dificilmente. Muito difícil você trazer o prefeito para ele olhar as contas. Apesar de que de seis em seis meses é obrigatório ter essa prestação de contas. A gente chama de uma prestação de contas, onde a gente mostra para o conselho que está andando dentro daquilo ali. Que tem isso de saldo, que isso foi gasto, estão aqui as notas de empenho, estão aqui todos os procedimentos a serem olhados, né?! (Relato 12).

Ressalta-se que a delegação (descentralização da decisão a partir da deliberação dos secretários municipais de saúde) não significa desleixo, nem cabe aqui uma avaliação moral. É importante considerar que um dos benefícios do consórcio é justamente absorver parte das atividades da estrutura pública do executivo municipal, “liberando” os prefeitos para sua atuação como chefe do Executivo municipal.

Os prefeitos, via assembleia ou conselho fiscal (em alguns casos), agem de forma mais adjacente, geralmente corroborando normativas, pareceres e deliberações do conselho de secretários. Assim, os prefeitos atuam mais nas ações políticas em CIS, o que evidencia um “comportamento delegante” e menos participativo.

O comportamento delegante representa também uma ênfase na ação política isolada, o que demonstra que os consórcios são uma tentativa de rompimento do paradigma individualista, mas ainda insuficiente para transbordar para outras dimensões e superar as barreiras da heterogeneidade, do federalismo competitivo e do municipalismo autárquico

O conselho de secretários municipais de saúde é, por sua vez, entendido como um conselho técnico e dirigido para decisões relativas à saúde, tais como: contratação de médicos, aquisição de equipamentos e viabilidade de oferta de novas especialidades. As entrevistas evidenciaram que esses conselhos são atuantes, sendo consultados obrigatoriamente antes da deliberação em assembleia, a qual costuma referendar por unanimidade o parecer dos secretários municipais (Relato 13).

A gente tem o conselho de secretários municipais de saúde que se reúne mensalmente também e, na verdade, assim, toda a diretriz da saúde que a gente tem é dentro do conselho de secretários. [...] Então o conselho (de saúde) é que delibera as ações de saúde e dá a gente o norte do que a gente precisa desenvolver, contratar, desfazer contratação, modificar, etc. Então assim a diretriz é realmente deles. (Relato 13).

No que tange ao objetivo deste estudo, a realidade de maior proximidade do conselho de secretários e comparativamente dos prefeitos revela elementos da dinâmica dos CIS.

A maior participação dos secretários de saúde, associada ao distanciamento relativo dos prefeitos, e a proximidade daqueles com as principais decisões técnicas, podem revelar traços da natureza gerencialista nos CIS. O “comportamento delegante”, ainda que involuntariamente, reforça o caráter técnico específico da área da saúde e reduz a natureza política do consórcio. A ênfase em decisões técnicas e a fiscalização pelo conselho fiscal indica uma participação pontual dos prefeitos quando da realização de assembleias.

O caráter de realização de serviços de saúde por meio de ação coletiva foi percebido, com maior incidência, nos protocolos de intenções e os estatutos. Enquanto acordos fundantes do consórcio, esses documentos deixam em evidência objetivos, funções e as intenções de representação dos CIS (Abrucio *et al.*, 2013; Gerigk & Pessali, 2014). Os entrevistados confirmaram esses elementos, com destaque para responsabilidade, alcance de objetivos coletivos e parcerias.

A especificidade de cada município, como já destacado, se faz respeitada pelos contratos de rateio e de programa. Além disso, os representantes indicam que essa heterogeneidade é reconhecida e que a negligência dessa característica pode inviabilizar a cooperação.

Questionou-se sobre haver ou não influência maior de um município sobre outro dentro dos CIS. Nos relatos houve alguns casos, mas predominou a inexistência de maior influência de um município sobre outro dentro do consórcio. Da parte dos gestores (secretários executivos), notou-se a preocupação em manter o consórcio como uma entidade coletiva na qual os municípios se consorciavam, fazendo com que cada um tenha sua contribuição para o CIS (Relato 14).

Entrevistado: Não a gente aqui não nunca permitiu que isso [diferença entre os municípios] acontecesse. Porque na assembleia os votos têm o mesmo peso e a localização da sede foi escolhida por questão estratégica, né, não é o maior município, é um dos maiores, é polo, mas não é o maior. E sempre assim, quando tem eleição, os municípios maiores ou o município sede, né, o gestor [presidente] novo costuma achar que ele é o dono da situação, mas depois que ele entende que não é. Então assim, a gente sempre leva muito a sério essa questão política de que todos têm o mesmo peso para o consórcio. A gente não tem muita interferência nem problema com relação a isso não (Relato 14).

Prefeitos, secretários de saúde e secretários executivos articulam-se na estrutura dos consórcios, podendo haver uma contribuição específica de cada um para a legitimidade do consórcio. Os prefeitos representam a legitimidade institucional, os secretários de saúde o saber técnico e os secretários executivos o respeito aos interesses coletivos.

4.1.4 Relato síntese

A estrutura e os instrumentos que visam garantir a cooperação não são automáticos. Ao contrário, as funções e regras devem ser respeitadas para que “as instituições funcionem”. Um relato sintetiza essas questões (Relato 15).

Então, na gestão passada, quando o prefeito de (NOME DO MUNICÍPIO OCULTADO) assumiu, ele veio para o consórcio achando que o consórcio fazia parte de (NOME DO MUNICÍPIO OCULTADO). O consórcio era de (NOME DO MUNICÍPIO OCULTADO). Ele não tinha noção que ele estava apenas sediado aqui e que era de todos os municípios. Ele achava que era só dele. Então ele quis ser presidente a qualquer custo e os prefeitos não aceitaram. E aí ele ficou querendo sair no consórcio, ficou um tempo sem contribuir, ficou bravo [...], até que ele teve conhecimento da coisa, voltou, contribuiu, né, normalmente, participou do consórcio, continuou consorciado no primeiro ano. No segundo ano, ele quis ser o presidente, aí em uma assembleia eles aceitaram que ele fosse presidente, né, e ele dentro de quase seis meses, ele praticamente quebrou o consórcio. Pela primeira vez, o consórcio não pôde arcar com todos os seus compromissos no final do ano, porque em menos de seis meses ele praticamente quebrou o consórcio. Justamente por conta dessa situação, ele trouxe a parte política para dentro do consórcio. Quando chegou no meio do ano, a gente fez uma assembleia [...]. Olha a importância da assembleia! Fez uma assembleia e eu como secretário executivo, né, mostrei a saúde do consórcio, financeira, né, que nós estávamos quebrando e quebraríamos até o final do ano. Os prefeitos tomaram uma decisão, mandaram muita gente embora, né, pessoas que tinham entrado que não serviam para nada, os cargos políticos, essas coisas. E o consórcio manteve mais ou menos até o final do ano. Mas mesmo assim, muito ruim. Com isso, o que aconteceu?! Ele quis a reeleição. O que aconteceu?! A assembleia não aceitou a reeleição dele. Ele como presidente, não aceitou nem que aquela assembleia continuasse, a assembleia foi encerrada ali. Nós ficamos sem presidente. Olha o que eu [secretário executivo] fiz, eu fiz uma assembleia, convoquei uma assembleia, porque o estatuto me dá a permissão, e nessa assembleia a gente elegeu, mesmo sem a vontade do atual presidente, porque ele ainda era presidente, né, para a próxima gestão, um outro presidente. Por unanimidade. Então ali foi escolhido, porque a assembleia é soberana, o presidente ele tem o poder, mas o poder dele vai até o final do ano e a assembleia é mais poderosa ainda do que o presidente, porque são todos os donos do consórcio, né, todos os municípios. Então aí foi feito, foi nomeado um novo presidente e ele simplesmente esfriou, tirou o município do consórcio. (Relato 15).

O caso relata uma ação oportunista de um prefeito de modo reiterado, que busca assumir a presidência e deixa de realizar o pagamento da prefeitura e, após sua eleição como presidente, o desvirtuamento da finalidade e a geração de problemas financeiros graves para o CIS. A reação se deu tanto pelo secretário executivo (agente) como pela própria assembleia ao exonerar pessoas contratadas por finalidade política. Posteriormente, diante da relutância do presidente em aceitar a nova eleição, novamente, o secretário executivo, fundamentado no estatuto, convoca nova assembleia na qual um novo presidente é eleito e empossado.

Em suma, as instituições (estatuto, assembleia e secretaria executiva) funcionaram como mecanismos de freios e contrapesos para evitar comportamento oportunista e garantir meios de resolução de conflitos, de modo a assegurar a cooperação. Assim, a ação oportunista foi freada por meio da reação de uma própria estrutura garantidora da ação coletiva. Nessa perspectiva, foi notada também a importância do gestor, que por atuar há mais tempo no CIS e saber de suas funções enquanto secretário executivo, tomou a frente e promoveu ações com o intuito de fazer prevalecer o coletivo, atuando assim, como garantidor dos interesses do CIS.

Ainda sobre as características e considerando os elementos contextuais no qual os CIS se formam, essas estruturas são arranjos públicos marcados potencialmente pelos modelos patrimonialista, burocrático e gerencial (Fabriz, 2017; Lui & Schabbach, 2020; Mathias & Oliveira, 2019). O modelo patrimonialista é percebido pela própria caracterização de dualidade de interesses (públicos e privados) que se inserem no arranjo. O modelo burocrático se manifesta pela existência de estrutura e normativas. Já o gerencialismo é percebido pela tentativa de construção de uma estrutura flexível e com foco na realização dos resultados (serviços públicos em saúde de média e alta competitividade) (Denhardt & Catlaw, 2017).

Assim, os consórcios podem ser entendidos como:

- fórum e agente para promover a integração entre os consorciados e outros atores com vistas ao desenvolvimento institucional e ao desenvolvimento regional no âmbito da saúde, e
- norteados pela eficiência e pela economicidade de recursos (humanos, financeiros e materiais), além de atuarem para obter recursos, via parceria com entes públicos e privados, para investimentos de interesse regional no âmbito da saúde.

5 Considerações Finais

Este estudo teve por objetivo compreender o papel dos CIS da Zona da Mata mineira na viabilização da ação conjunta entre entes públicos. Para a fundamentação, foram discutidos elementos do pacto federativo, o municipalismo autárquico e modelos de gestão pública. Dados empíricos de documentos e entrevistas foram analisados e revelaram fatores de incentivo e limitações à cooperação, as instituições norteadoras dos CIS (estrutura e normas) e descrição de relatos em que essas obstaculizaram ações oportunistas e viabilizaram os ganhos potenciais do consorciamento.

Embora criados como instrumentos que facilitem a realização de serviços públicos de saúde de média alta complexidade, superando as barreiras locais, na Zona da Mata mineira, ainda existem forças inibidoras da cooperação em CIS, sendo elas: municipalismo autárquico, federalismo competitivo, modelos de administração pública burocrática, heterogeneidade entre os municípios e risco de comportamento oportunista. Os CIS da mesorregião estudada buscam minimizar esses riscos e fenômenos, mas ainda não os superaram. Para reduzir o risco de comportamento oportunista e enfraquecimento via conflitos, os CIS constituíram instrumentos de ajustamento mútuo (contratos de rateio e de programa), arenas de debate técnico (conselho de secretários de saúde) e de deliberação conjunta (assembleia), além de controles, como o conselho fiscal. A atuação dos secretários executivos (gestores) revelou importante zelo do caráter coletivista da entidade.

Em síntese, pode-se afirmar que os Consórcios Intermunicipais de Saúde são estruturas de governança dirigidas para a integração dos participantes, em cuja dinâmica prevalece a lógica gerencialista institucionalmente legitimada pela participação dos chefes dos Executivos locais. Embora não tenham sido observados transbordamentos para outras áreas de ação conjunta em nível regional, os consórcios em saúde da Zona da Mata em Minas Gerais ilustram uma forma institucional de cooperação entre entes públicos da administração direta.

Como fatores limitantes, considera-se o fato de o estudo ter uma base em documentos já formalizados e em entidades já constituídas. Estudos sobre o processo de criação podem revelar os gargalos específicos desse momento e dos momentos iniciais.

A título de aperfeiçoamentos e estudos futuros, sugere-se o debate a respeito de maior participação da sociedade civil (governança pública democrática) e a importância de se considerar a dinâmica dos CIS em termos de gestão e relacionamento em nível regional. Estudos comparativos entre consórcios de saúde e de outros setores e entre diferentes estados podem revelar aspectos relevantes para a compreensão mais ampla da cooperação no âmbito público.

Referências

- Abrucio, F. L., Filippim, E. S., & Dieguez, R. C. (2013). Inovação na cooperação intermunicipal no Brasil: a experiência da Federação Catarinense de Municípios (Fecam) na construção de consórcios públicos. *Revista De Administração Pública*, 47(6), 1543–1568. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122013000600010>
- Abrucio, F. L., & Sano, H. (2013). *Associativismo Intergovernamental: experiências brasileiras*. Brasília: Fundação Instituto para o Fortalecimento das Capacidades Institucionais - IFCI; Agência Espanhola de Cooperação Internacional para o Desenvolvimento - AECID; Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão — MPOG; Editora IABS.
- Affonso, R. D. B. Á. (2000). Descentralização e reforma do Estado: a Federação brasileira na encruzilhada. *Economia e Sociedade*, 14(1), 127-152.
- Amaral, S. M. S., & Blatt, C. R. (2011). Consórcio intermunicipal para a aquisição de medicamentos: impacto no desabastecimento e no custo. *Revista De Saúde Pública*, 45(4), 799–801. <https://doi.org/10.1590/S0034-89102011005000016>
- Arretche, M. (2010). Federalismo e igualdade territorial: uma contradição em termos?. *Dados*, 53(3), 587–620. <https://doi.org/10.1590/S0011-52582010000300003>
- Bardin, L. (2011) *Análise de conteúdo*. Edição Revista e Ampliada. São Paulo: Edições 70.
- Bevir, M. (2017). Democratic Governance: A Genealogy. *History of Economic Rationalities: Economic Reasoning as Knowledge and Practice Authority*, 54, 103 p., Springer. <https://doi.org/10.1080/03003930.2011.539860>
- Bimber, B., Flanagan, A. J., & Stohl, C. (2005). Reconceptualizing Collective Action in the Contemporary Media Environment. *Communication Theory*, 15(4), 365–388. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2885.2005.tb00340.x>
- Brasil. *Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em nov. 2020.
- Capano, G., Howlett, M., & Ramesh, M. (2015). Bringing Governments Back in: Governance and Governing in Comparative Policy Analysis. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, 17(4), 311–321. <https://doi.org/10.1080/13876988.2015.1031977>

- Carlos, E. (2015). Movimentos sociais e instituições participativas: efeitos do engajamento institucional nos padrões de ação coletiva. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 30(88), 83-98. <https://doi.org/10.17666/308883-98/2015>
- Dagnino, E., Olvera, A., & Panfichi, A. (2006). Para uma leitura da disputa pela construção democrática na América Latina. In: *A disputa pela construção democrática na América Latina*, São Paulo, Paz e Terra, 13-91.
- Denhardt, R. B. (2012). *Teoria geral da Administração pública*. [Tradução: Francisco G. Heidmann]. – São Paulo: Cengage.
- Denhardt, R. B., & Catlaw, T. J. (2017). *Teorias da administração pública*. [Tradução Noveritis do Brasil]. 2ª ed. São Paulo, SP: Cengage Learning.
- Diniz Filho, P. R. (2013). Federalismo e políticas públicas: indução e cooperação na formação de consórcios intermunicipais de saúde. *Perspectivas em Políticas Públicas*, 6(11), 155-199.
- Diniz Filho, P. R. (2014). *O abraço do afogado: cooperação técnica e disputa política nos consórcios intermunicipais de saúde em Minas Gerais – Uberlândia*, EDUFU, 244 p. <https://doi.org/10.14393/edufu-978-85-7078-369-1>
- Domingos, C. M., Ferraz, E. D. M., & Carvalho, B. G. (2019). Governança das ações e serviços de saúde de média complexidade em uma região de saúde. *Saúde em Debate*, 43(122), 700-711. <https://doi.org/10.1590/0103-1104201912204>.
- Elazar, D. J. (1987). *Exploring Federalism*. University of Alabama Press.
- Fabriz, S. M. (2017). *A influência do controle social para a governança eletrônica: um estudo nos consórcios intermunicipais de saúde do estado do Paraná*. 2017. 136 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel.
- Feiock, R. C. (2007). Rational choice and regional governance. *Journal of urban affairs*, 29(1), 47-63. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9906.2007.00322.x>
- Feiock, R. C., & Scholz, J. T. (2009). *Self-organizing federalism: collaborative mechanisms to mitigate institutional collective action dilemmas*. Cambridge, USA: Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9906.2007.00322.x>
- Fernandes, A. S. A., Pinheiro, L. S., Nascimento, A. B. F. M., & Grin, E. J. (2020). An analysis of intermunicipal consortia to provide waste services based on institutional collective action. *Revista De Administração Pública*, 54(3), 501–523. <https://doi.org/10.1590/0034-761220190237x>
- Fernandes, A. S. A., Sampaio, G., Nascimento, A. B. F. M., Teixeira, M. A. C., & Araújo, S. M. V. G. (2023). Consórcios públicos intermunicipais de resíduos sólidos em regiões metropolitanas no Brasil: fatores institucionais contextuais de ação coletiva. *Urbe. Revista Brasileira De Gestão Urbana*, 15, e20220169. <https://doi.org/10.1590/2175-3369.015.e20220169>
- Filippim, E. S., & Abrucio, F. L. (2016). Territorial Basis Associates: the Public Consortia's Alternative in Brazil. *Revista del Clad Reforma y Democracia*, (64), 79-116.
- Flexa, R. G. C., & Barbastefano, R. G. (2020). Consórcios públicos de saúde: uma revisão da literatura. *Ciência & Saúde Coletiva*, 25(1), 325–338. <https://doi.org/10.1590/1413-81232020251.24262019>
- Galindo, J. M., Cordeiro, J. C., Villani, R. A. G., Barbosa Filho, E. A., & Rodrigues, C. S.. (2014). Gestão interfederativa do SUS: a experiência gerencial do Consórcio Intermunicipal do Sertão do Araripe de Pernambuco. *Revista De Administração Pública*, 48(6), 1545–1566. <https://doi.org/10.1590/0034-76121478>
- Galvão, C. D. B. (2020) *Consórcios públicos: Uma nova perspectiva jurídico-política*. / Ciro Di Benatti Galvão. – 3. Ed. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil.

- Gerigk, W., & Pessali, H. F. (2014). A promoção da cooperação nos consórcios intermunicipais de saúde do estado do Paraná. *Revista De Administração Pública*, 48(6), 1525–1543. <https://doi.org/10.1590/0034-76121779>
- Grin, E. J., Nascimento, A. B. do, Abrucio, F. L., & Fernandes, A. S. (2018). Sobre desconexões e hiatos: uma análise de capacidades estatais e finanças públicas em municípios brasileiros. *Cadernos Gestão Pública E Cidadania*, 23(76), 312–336. <https://doi.org/10.12660/cgpc.v23n76.75417>
- Hardin, R. (1982). *Collective Action*. Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press.
- Ismael, R. (2018). A evolução do federalismo cooperativo e a persistência das desigualdades regionais no Brasil. *Cadernos do Desenvolvimento*, 5(7), 187–208.
- Julião, K. S., & Olivieri, C. (2020). Cooperação intergovernamental na política de saúde: a experiência dos consórcios públicos verticais no Ceará, Brasil. *Cadernos De Saúde Pública*, 36(3), e00037519. <https://doi.org/10.1590/0102-311X00037519>
- Kissler, L., & Heidemann, F. G. (2006). Governança pública: novo modelo regulatório para as relações entre Estado, mercado e sociedade?. *Revista de Administração Pública*, 40(3), 479–402.
- Klumb, R., & Hoffmann, M. G. (2016). Inovação no setor público e evolução dos modelos de administração pública: o caso do TRE-SC. *Cadernos Gestão Pública E Cidadania*, 21(69). <https://doi.org/10.12660/cgpc.v21n69.53902>
- Leal, E. M. M., Silva, F. S. da ., Oliveira, S. R. de A., Pacheco, H. F., Santos, F. de A. da S., & Gurgel, G. D.. (2019). Razões para a expansão de consórcios intermunicipais de saúde em Pernambuco: percepção dos gestores estaduais. *Saúde E Sociedade*, 28(3), 128–142. <https://doi.org/10.1590/S0104-12902019180956>
- Lui, L., Schabbach, L. M., & Nora, C. R. D. (2020). Regionalização da saúde e cooperação federativa no Brasil: o papel dos consórcios intermunicipais. *Ciência & Saúde Coletiva*, 25(12), 5065–5074. <https://doi.org/10.1590/1413-812320202512.03752019>
- Lui, L., & Schabbach, L. M. (2020). Federalismo e policy arenas: uma análise a partir da atuação dos consórcios no Brasil. *Planejamento e Políticas Públicas*, 55(3). 167–190. <https://doi.org/10.38116/ppp55art6>
- Lui, L., Lima, L. L., & Aguiar, R. B. D. (2022). Avanços e Desafios na Cooperação Interfederativa: Uma análise dos consórcios intermunicipais de saúde do Estado do Rio Grande do Sul. *Novos Estudos CEBRAP*, 41(1), 145–162. <https://doi.org/10.25091/S01013300202200010007>
- Marroni, C. H., Franzese, C., & Panosso, A. (2021). Consórcios públicos intermunicipais: caminho para descentralização e redução de desigualdades nas políticas públicas?. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40(1), 19–31. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i1.42695>
- Martins, J. N. S., Tavares, B., Silva, M. A. C., & Faria, E. R. (2020). Consórcios intermunicipais de saúde: análise sob a perspectiva da accountability e da teoria da agência no setor público. *Gestão & Regionalidade*, 36(107), 88–108. <https://doi.org/10.13037/gr.vol36n107.5594>
- Mathias, D. C., & Oliveira, D. R. (2019). Consórcios intermunicipais de saúde: agenda mineira para estudos futuros. In: Encontro de Administração Pública da Anpad, VIII, 2019, Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ANPAD, *Anais...* Ceará, Brasil.
- Morais, V. S., & Chaves, A. P. L. (2016). Percepção dos gestores municipais de saúde relacionada à saúde ambiental: consórcio intermunicipal de saúde Cerrado Tocantins Araguaia. *Saúde E Sociedade*, 25(2), 349–360. <https://doi.org/10.1590/S0104-12902016149984>
- Nascimento, A. B. F. M. do, Fernandes, A. S. A., Sano, H., Grin, E. J., & Silvestre, H. C. (2021). Cooperação intermunicipal baseada no Institutional Collective Action: os efeitos dos consórcios públicos de saúde no Brasil. *Revista De Administração Pública*, 55(6), 1369–1391. <https://doi.org/10.1590/0034-761220210061>

- Nuske, M. A., Gessi, N. L., Allebrandt, S. L., Thesing, N. J., & Kelm, M. (2018). Consórcios intermunicipais: estudo de caso do Consórcio Público de Saúde Fronteira Noroeste do RS –COFRON. In: Simpósio Latino-Americano de Estudos de Desenvolvimento Regional, I, 2018, Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Regional (PPGDR/UNIJUÍ), *Anais...* Rio Grande do Sul, Brasil.
- Olson, M. (2015). *A lógica da ação coletiva: os benefícios públicos e uma teoria dos grupos sociais*. 1 Ed. 2ª reimp. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo.
- Ostrom, E. (1990). *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ostrom, E. (2005). *Understanding Institutional Diversity*. Princeton: Princeton University Press.
- Pereira, V. O. D. M., Shimizu, H. E., Ramos, M. C., & Fagg, C. W. (2020). Regionalização em saúde em Minas Gerais: uma análise da percepção dos representantes de Comissões Intergestores Regionais. *Physis: Revista de Saúde Coletiva*, 30(1), e300117, 1-23. <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-73312020300117>
- Reis, H. C., & Diehl, C. A. (2015). A governança corporativa em consórcios intermunicipais públicos de saúde no Rio Grande do Sul. *Revista Gestão & Saúde*, 6(3), 2162-2197.
- Ribeiro, J. M., & Costa, N. do R. (2000). Regionalização da assistência à saúde no Brasil: os consórcios municipais no Sistema Único de Saúde (SUS). *Planejamento E Políticas Públicas*, 22(1), 173-220.
- Sachs, I. (2008). Desenvolvimento: incluyente, sustentável, sustentado. Rio de Janeiro: *Garamond*.
- Secretaria de Estado de Saúde de Minas Gerais. *Os Consórcios e a Gestão Municipal em Saúde*. Disponível em: < <https://www.saude.mg.gov.br/consorcios>>. Acesso em: set. 2021.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, C. R., Carvalho, B. G., Cordoni, L., & Nunes, E. de F. P. de A. (2017). Dificuldade de acesso a serviços de média complexidade em municípios de pequeno porte: um estudo de caso. *Ciência & Saúde Coletiva*, 22(4), 1109–1120. <https://doi.org/10.1590/1413-81232017224.27002016>
- Souza, M. A. (2023). Práticas de Governança Pública: Adoção por consórcios públicos intermunicipais de saúde em São Paulo. *ABCustos*, 18(3), 101-134. <https://doi.org/10.47179/abcustos.v18i3.713>
- Teixeira, L., & MacDowell, M. C. (2002). Incentivos em consórcios intermunicipais de saúde: uma abordagem de teoria dos contratos. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 32(3), 339-365. <https://doi.org/10.11606/1980-53573231ltmm>
- Teixeira, L., Mac Dowell, M. C., & Bugarin, M. (2003). Consórcios intermunicipais de saúde: uma análise à luz da teoria dos jogos. *Revista Brasileira De Economia*, 57(1), 253–281. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402003000100011>
- Tiebout, C. M. (1956). A Pure Theory of Local Expenditures. *Journal of Political Economy*, 64(5), 416–424. <http://www.jstor.org/stable/1826343>
- Ventura, K. S., & Suquizaqui, A. B. V. (2020). Aplicação de ferramentas SWOT e 5W2H para análise de consórcios intermunicipais de resíduos sólidos urbanos. *Ambiente construído*, 20(1), 333-349. <http://dx.doi.org/10.1590/s1678-86212020000100378>
- Wolfart, G. A., Silva, G. M., & Schmidt, C. M. (2014). Ações Coletivas na Área da Saúde: Um Estudo de Caso no Consórcio Intermunicipal de Saúde Costa Oeste do Paraná sobre Provisão de Bens e Serviços Coletivos. *Revista de Gestão em Sistemas de Saúde*, 3(2), 61-74. <https://doi.org/10.5585/rgss.v3i2.107>

Investimento em Valor no Brasil: uma Aplicação Inovadora dos Critérios de Benjamin Graham para Geração de Retornos Anormais

Mariângela Araújo Barros

<https://orcid.org/0000-0002-5466-5548>

Orleans Silva Martins

<https://orcid.org/0000-0002-4966-0347>

Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão

<https://orcid.org/0000-0002-3639-7340>

Resumo

Objetivo: Este estudo teve como objetivo adaptar os critérios de Benjamin Graham para o mercado de ações brasileiro, usando uma estratégia de classificação para construir carteiras vencedoras que ofereçam retornos anormais.

Método: Coletamos dados de todas as empresas negociadas na bolsa de valores brasileira entre o 4o trimestre de 1998 e o 2o trimestre de 2020. Os critérios de Graham foram adaptados utilizando a mediana trimestral de cada indicador e por setor, e a estratégia de classificação de Greenblatt (2006) foi empregada para construir as carteiras.

Resultados: Empregamos o modelo de precificação de ativos de cinco fatores para analisar os retornos anormais das carteiras. Nossos resultados indicam que as carteiras formadas de acordo com os critérios adaptados superaram a média de mercado de forma consistente. As carteiras com 10, 20 e 30 ativos apresentaram retornos superiores aos do Ibovespa, do IBrX 100 e das LFTs, mas que a carteira de 10 ativos gerou o maior alfa.

Contribuições: Este estudo contribui com a literatura sobre investimento em valor em mercados emergentes ao adaptar os critérios de Benjamin Graham ao contexto brasileiro, com a utilização das medianas setoriais trimestrais e uma estratégia de classificação. Os resultados mostram o potencial para gerar retornos anormais, superar *benchmarks*, como o Ibovespa e o IBrX 100, destacar a importância de ajustes periódicos e adaptações setoriais e proporcionar *insights* valiosos para investidores que aplicam análise fundamentalista em mercados emergentes. Essas contribuições associam os princípios tradicionais de investimento em valor com as dinâmicas únicas dos mercados emergentes, e auxiliam em decisões de gestão de carteira mais informadas.

Palavras-chave: Análise fundamentalista; Benjamin Graham; Carteiras de ações; Investimento em valor; Critérios adaptados.

1 Introdução

Há muito que a formação de carteiras de ações é um tema central em contabilidade, finanças e investimentos. A literatura financeira das décadas de 1950 e 1960, desenvolvida principalmente em mercados influentes, como os dos Estados Unidos e do Reino Unido, introduziu várias teorias sobre a previsibilidade dos preços das ações e o comportamento do mercado de capitais (Fama, 1965; 1970).

O trabalho aqui apresentado visa adaptar de forma inovadora os pressupostos fundamentalistas de Benjamin Graham ao mercado de ações brasileiro e utilizar uma estratégia de classificação para desenvolver carteiras vencedoras que ofereçam retornos anormais. Nossa principal inovação é aplicar uma nova adaptação dos chamados “critérios de Graham”, uma estratégia baseada em análise fundamentalista, a um mercado emergente, o que pode proporcionar um conjunto diverso de desafios e oportunidades. Além de adaptar os critérios, também adaptamos a forma como as ações são selecionadas para uma carteira, utilizando um *ranking* derivado da classificação das empresas de acordo com esses critérios.

A literatura financeira apresenta diversas abordagens para a formação ótima de carteiras e seleção de ativos. Além de Graham (1965), estudos influentes de Fama e French (1992, 1993, 2012) introduziram fatores adicionais ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) [Modelo de Precificação de Ativos de Capital], originalmente desenvolvido por Treynor (1962) e Sharpe (1963). Mais recentemente, Frazzini, Kabiller e Pedersen (2019) tentaram explicar os retornos excepcionais de Warren Buffett, um investidor proeminente que adere aos princípios de investimento em valor de Graham. No entanto, a literatura sobre a aplicação dos “critérios de Graham” no contexto brasileiro ainda é escassa por escolhas metodológicas que distanciam os resultados da realidade dos potenciais usuários da pesquisa.

Por exemplo, Testa e Lima (2012) fizeram ajustes nos valores utilizados na proposta original de Graham para aproximá-los da realidade brasileira. No entanto, acreditamos que isso ainda não resolva o problema, pois, em investimentos, é necessário ajustar os fatores para encontrar as melhores opções entre todas as disponíveis, motivo pelo qual sempre comparamos os critérios da empresa com suas equivalentes dentro do mesmo setor.

Passos e Pinheiro (2009) consideraram uma carteira *buy and hold* [comprar e segurar] de 5 anos. Acreditamos que essa não é a metodologia mais adequada, especialmente em um país como o Brasil, onde as empresas são mais sensíveis e menos maduras. Nosso diferencial, nesse caso, é a aplicação do rebalanceamento trimestral das carteiras.

Na análise de desempenho da estratégia, Domingues *et al.* (2022) e Palazzo, Savoia e Securato (2018) avaliaram o desempenho da estratégia ao usar o Alfa de Jensen padrão, com apenas um fator de risco controlado (beta de mercado). Com base na literatura moderna de precificação de ativos, o alfa apresentado por esses autores pode ter sido afetado por outros fatores de risco não considerados. Note que aplicamos os 5 fatores de risco clássicos na nossa pesquisa (Taib & Benfeddoul, 2023). Para alcançarmos o nosso objetivo, aplicamos a metodologia fundamentalista de Graham à seleção de ações no mercado brasileiro e à formação de carteiras de ações, e propomos ajustes e classificações práticas para a aplicação dos resultados da pesquisa. Avaliamos o desempenho das carteiras construídas por meio de análise empírica de acordo com esses critérios e verificamos se essas carteiras podem gerar retornos ajustados ao risco superiores aos retornos do mercado. Nossa estratégia de análise permite que mais ações estejam disponíveis para a seleção e construção de carteiras, e resolve um problema comum na aplicação dos critérios originais de Graham no Brasil, os quais geralmente restringem a maioria das ações no mercado brasileiro, significativamente menor que o dos Estados Unidos.

Os critérios originais de Graham foram adaptados para o mercado brasileiro, considerando as diferenças entre os mercados dos EUA e do Brasil. As empresas foram classificadas a cada trimestre, e utilizamos a média dessas classificações para selecionar as melhores. Essa abordagem considerou a sensibilidade a *outliers* [valores atípicos], e permitiu que empresas com desempenho insatisfatório em alguns critérios fizessem parte da amostra. Após a construção das carteiras, aplicamos um modelo de precificação de ativos com cinco fatores para avaliar se a estratégia poderia gerar retornos anormais.

Nossos principais resultados mostram que a estratégia de seleção de ações baseada nos critérios ajustados de Graham pode ser eficaz no mercado brasileiro. As carteiras formadas por essa estratégia superaram o mercado geral, e sugerem que uma abordagem de investimento em valor pode ser aplicável mesmo em mercados emergentes como o Brasil. Esses resultados contrastam com estudos anteriores conduzidos em mercados desenvolvidos, nos quais foram encontradas evidências mistas sobre a eficácia do investimento em valor (Fama & French, 1992, 2012).

Este estudo contribui com a literatura financeira ao introduzir uma metodologia inovadora de seleção de ações baseada em investimento em valor em um contexto emergente. Além disso, analisa de forma abrangente os retornos de carteiras formadas com base nos critérios de Graham adaptados ao contexto brasileiro. As carteiras criadas de acordo com a estratégia apresentada neste estudo, utilizando os critérios adaptados de Graham e dez ativos, apresentaram retornos anormais significativos. Em comparação, carteiras com 20 e 30 ativos não apresentaram retornos anormais significativos. Esses achados são relevantes para o Brasil, um mercado emergente com menos de 10% do total de ações negociadas nos Estados Unidos, onde o modelo original foi desenvolvido.

Por fim, a metodologia empregada neste estudo oferece *insights* valiosos sobre a eficiência e a aplicabilidade desses critérios no mercado brasileiro. Os resultados contribuem com a literatura acadêmica e podem ser úteis para investidores interessados em estratégias de investimento em valor e na construção de carteiras de ações no Brasil. Os critérios de Graham são amplamente conhecidos por pequenos investidores por meio do *best-seller* “O Investidor Inteligente”, e esse estudo pode acrescentar informações para esses investidores no mercado brasileiro. Além disso, é essencial enfatizar que a análise dos fatores de risco e o monitoramento contínuo dessa estratégia são recomendados para uma melhor compreensão dos retornos e riscos envolvidos.

2 Revisão da Literatura

Pesquisas no mercado brasileiro objetivaram identificar diferenças de desempenho entre os modelos de Sharpe (1964) e Markowitz (1952). Alguns desses estudos buscaram comparar os dois modelos e também analisaram mercados específicos. Nesse contexto, Brochmann *et al.* (2000) realizaram uma análise comparativa entre os modelos, cujas evidências indicaram que o modelo de Markowitz superou o modelo de Sharpe. Da mesma forma, Bruni e Famá (1998) e Hieda e Oda (1998) realizaram análises semelhantes, avaliaram o desempenho de carteiras no mercado brasileiro e utilizaram a teoria de otimização de carteiras de Markowitz como base.

Sob essa perspectiva, Graham (1965) apresenta estratégias para selecionar empresas com base em pressupostos fundamentais (investimento em valor). Em seguida, ele as avalia para identificar preços negociados abaixo do valor intrínseco das empresas pré-selecionadas. Graham (1965) sugere que sua estratégia é válida para investimentos de longo prazo, e acredita que o valor prevalecerá e que não seria seguro inferir adequadamente a possibilidade de obter retornos anormais no curto prazo.

O investimento em valor consiste em uma estratégia de investimento difundida especialmente por Graham e Dodd (1934), que estabelece critérios específicos a serem observados nas empresas, como boa governança corporativa, histórico de lucros consistente e baixo risco. Tais critérios seriam fundamentais para que as ações dessas empresas superassem a média do mercado. Posteriormente, para orientar os investidores na realização de suas análises de investimento com foco no longo prazo, Graham e Dodd (1951) apresentaram suas estratégias de seleção de ativos com base nas perspectivas do investimento em valor. Em sua versão mais recente, Graham (2007) listou sete critérios de escopo quantitativo para a seleção de ações:

1. Tamanho adequado: receita mínima de US\$ 100 milhões para empresas industriais e ativos totais mínimos de US\$ 50 milhões para empresas de utilidade pública.
2. Condições financeiras suficientemente sólidas:
 - a. para empresas industriais, os ativos circulantes devem ser pelo menos duas vezes as obrigações circulantes (índice de liquidez típico). A dívida de longo prazo não deve exceder o capital de giro da empresa (ativos circulantes – obrigações circulantes); e
 - b. para empresas de utilidade pública, a dívida deve ser, no máximo, duas vezes o patrimônio líquido dos acionistas (valor contábil).
3. Dividendos ininterruptos pelos últimos vinte anos, pelo menos.
4. Nenhum prejuízo nos últimos dez anos, apenas lucros.
5. Crescimento mínimo de um terço nos lucros por ação nos últimos dez anos.
6. O preço não deve exceder 15 vezes os lucros médios dos últimos três anos.
7. O preço das ações deve ser, no máximo, 1,5 vez o valor contábil do patrimônio.

Ao analisar carteiras baseadas no investimento em valor, Oppenheimer (1984) encontrou resultados que superaram a média do mercado para o período entre 1974 e 1981. Ao utilizarem parâmetros equivalentes baseados nos pressupostos de investimento em valor para a seleção de ativos, Klerck e Maritz (1997) também observaram resultados positivos entre 1977 e 1994. No Brasil, Vasconcelos e Martins (2019) analisaram a criação de valor para o acionista e sua relação com as estratégias de investimento em valor e crescimento. Os autores encontraram resultados diferentes dos observados no mercado dos EUA, e constataram que, no Brasil, a formação de carteiras com ações de crescimento apresenta retornos superiores às de valor e que as empresas de crescimento possuem maior crescimento de dividendos do que as empresas de valor.

A aplicação dos critérios de Graham em sua versão original para a construção de uma carteira no contexto brasileiro pode ser excessivamente restritiva, considerando não apenas a maturidade do mercado de capitais no Brasil, mas também as características das empresas cujas ações são negociadas no país. Assim, embora esses critérios sejam amplamente abordados na literatura de investimentos, este estudo assume que a adoção dos critérios de Graham em seu formato original é inadequada para o mercado de ações brasileiro, pois muitas empresas não os atendem.

Graham afirmou que a aplicação de alguns de seus critérios pode ser rigorosamente restritiva, e representar um desafio significativo para sua implementação no mercado brasileiro. Artuso e Chaves Neto (2010) consideraram ajustar os níveis de corte sugeridos por Graham, e observar a possível perda de informação gerada pela aplicação dos critérios em seus termos originais. Nesse sentido, a seguinte hipótese de pesquisa é proposta:

Hipótese: Carteiras construídas com base nos critérios ajustados de Benjamin Graham podem gerar retornos anormais no mercado de ações brasileiro.

A ideia de que o investimento em valor envolve apenas encontrar ações subvalorizadas ou “baratas” é imprecisa, pois a representatividade do investimento em valor transcende esse viés e alcança um ponto de análise mais profundo. Uma análise aprofundada inerente à estratégia de investimento em valor possibilitaria ganhos relevantes de informação sobre o negócio. Assim, este estudo busca verificar a utilidade desses critérios no Brasil e adaptá-los ao contexto nacional para construir carteiras de sucesso que ofereçam retornos excepcionais.

3 Método

A amostra desta pesquisa inclui todas as empresas listadas na B3 – Brasil, Bolsa, Balcão desde o quarto trimestre de 1998 até o segundo trimestre de 2020. O período analisado, aproximadamente 22 anos, representa o intervalo de tempo mais longo possível, considerando a disponibilidade de dados no Refinitiv Eikon. Para garantir a viabilidade da análise, foram excluídos dados de empresas cujas ações deixaram de ser negociadas em algum momento ou que não possuíam as informações necessárias.

Dado o período selecionado, utilizamos um modelo *machine learning* programado em Python para formar e rebalancear as carteiras a cada trimestre e criamos um *script* para automatizar essa tarefa. Excluímos todas as empresas financeiras da amostra devido a exigências regulatórias específicas e a características próprias de estrutura de capital. Foram considerados como *benchmarks* os índices Ibovespa, IBrX 100 e Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). A taxa Selic foi escolhida como taxa livre de risco para fins de avaliação de carteiras, pois se aproxima do conceito de risco zero. O título do governo brasileiro representa a menor probabilidade de inadimplência no mercado local, e apresenta, assim, baixo risco de reinvestimento e menor volatilidade.

3.1 Uma aplicação inovadora dos critérios de Graham no Brasil

Consideramos a forma original mais recente para aplicar os critérios de Graham (2007) no Brasil. A aplicação trimestral foi definida para garantir um rebalanceamento adequado da carteira, visando incluir apenas empresas vencedoras de acordo com os critérios. Além disso, o rebalanceamento torna a simulação da carteira mais alinhada com as práticas reais de mercado e representa um dos principais diferenciais desse estudo em comparação com publicações anteriores. Na prática, o investidor médio tende a revisar seus ativos sempre que há uma nova divulgação de balanço.

Em um segundo momento, modificamos os critérios originais para alcançar melhor adequação e eficiência no mercado brasileiro. Essa adaptação foi necessária, pois os critérios originais foram desenvolvidos e aplicados em um mercado diferente, ou seja, o dos Estados Unidos. Diferenças em fatores como número de empresas, maturidade e desempenho contribuem significativamente para a divergência entre mercados.

Palazzo *et al.* (2018) adotaram uma abordagem semelhante para analisar o mercado brasileiro, sugeriram modificações nos critérios de Graham e indicaram a necessidade de ajustes ao contexto local. Contudo, o estudo não considerou o rebalanceamento periódico da carteira, o que limitou suas evidências. Embora tenha avançado em relação a estudos anteriores, como os de Artuso & Chaves Neto (2010), e Almeida *et al.* (2011), ao considerar o contexto econômico, os autores definiram valores fixos como parâmetros, distanciando-se da realidade do investidor médio brasileiro.

Neste estudo, apresentamos um avanço ao sugerir uma seleção de ativos mais eficiente e aplicável no Brasil, além de focarmos em fornecer resultados referentes a períodos mais próximos da realidade do mercado financeiro local. Esse avanço é particularmente relevante ao considerar que, na prática, os investidores não tendem a manter ativos em uma carteira por aproximadamente dez anos, como considerado por Palazzo *et al.* (2018). Ao contrário, esse trabalho aplica critérios ajustados trimestralmente, o que resulta em informações potencialmente mais úteis para investidores na implementação prática de carteiras de investimento. Apesar disso, esclarecemos que este estudo não considera custos operacionais e implicações tributárias, sendo essa uma limitação da análise.

Em relação ao número de ativos na carteira, este estudo adota a composição de uma carteira em que pesos iguais são atribuídos a todos os ativos disponíveis. Nesse sentido, DeMiguel, Garlappi e Uppal (2009) demonstraram que o desempenho desse tipo de carteira supera consistentemente várias outras estratégias. Diversos estudos argumentam a favor de estabelecer um número apropriado de ativos na carteira e concluem que uma carteira composta por 10 ativos reduz significativamente o risco e apresenta resultados superiores em comparação com outros investimentos (Battaglia, 2013; Ceretta & Costa Jr, 1998; DeMiguel *et al.*, 2009). Portanto, empregamos a metodologia de classificação de Greenblatt (2006) para selecionar as melhores ações para inclusão na carteira.

Com base no exposto, a Tabela 1 apresenta os critérios adaptados e as modificações feitas por Palazzo *et al.* (2018). É importante enfatizar que a necessidade de adaptação dos critérios ao mercado brasileiro se fundamenta nas distinções entre as características do mercado brasileiro e do mercado dos EUA. Por exemplo, um dos critérios originais de Graham exige que uma empresa tenha um histórico de 20 anos de pagamento ininterrupto de dividendos para ser incluída na carteira, o que é uma restrição no mercado de ações brasileiro.

Portanto, adaptar esses critérios ao contexto brasileiro implica o uso da mediana como parâmetro de seleção. A escolha pela seleção baseada na mediana se fundamenta no entendimento de que essa medida pode capturar a realidade de cada critério no contexto das empresas brasileiras. Além disso, a mediana fornece uma estimativa de valor mais robusta, pois é menos afetada por *outliers*, sejam altos ou baixos.

O cálculo das medianas com sensibilidade para cada setor (NAICS) reflete uma preocupação em oferecer resultados mais próximos da realidade do investidor brasileiro, pois seria inadequado assumir uma mediana geral para setores com características distintas.

Tabela 1

Critérios de Graham (2007) ajustados para o mercado brasileiro

N.º	Critérios de Graham (2007)	Critérios de Palazzo <i>et al.</i> (2018)	Critérios usados no estudo
1	Tamanho Adequado: receita mínima de US\$ 100 milhões para empresas industriais e ativos totais mínimos de US\$ 50 milhões para empresas de utilidade pública.	Tamanho adequado: receita bruta operacional anual ou anualizada superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais).	Tamanho adequado: lucro operacional acima da mediana para empresas listadas no setor a cada trimestre. Devido às características do mercado emergente, buscamos empresas capazes de gerar lucro operacional. A receita, muitas vezes, não é devidamente “monetizada”, como observado em grandes varejistas. Portanto, consideramos o lucro operacional um substituto mais adequado para mensurar o tamanho das empresas.
2	Condição financeira suficientemente sólida: a) Em empresas industriais, o ativo circulante deve ser pelo menos o dobro do passivo circulante. b) A dívida de longo prazo não deve exceder o patrimônio líquido dos acionistas. c) No caso de concessionárias de serviço público, a dívida não deve exceder o dobro do capital social.	Condição financeira suficientemente sólida: Índice de Liquidez Corrente (Ativo Circulante/Passivo Circulante) com mediana de 1,22.	Condição financeira suficientemente sólida: estar acima da mediana do índice de Cobertura de Juros do setor a cada trimestre. A liquidez corrente envolve uma análise mais subjetiva do que o índice de cobertura de juros. Para algumas empresas, alta liquidez pode ser positiva, enquanto para outras, pode ser prejudicial. Para algumas empresas, uma liquidez corrente de 1,0 pode ser alta; para outras, pode ser baixa. O índice de cobertura de juros é uma medida mais direta para avaliar a capacidade de pagar o serviço da dívida.
3	Dividendos ininterruptos pelos últimos 20 anos, pelo menos.	Dividendos ininterruptos pelos últimos cinco anos, pelo menos.	Dividendos ininterruptos pelos últimos cinco anos, pelo menos. Por que não 10 ou 20 anos? Porque, infelizmente, no Brasil, não é possível encontrar empresas com um histórico muito longo de distribuição de dividendos, devido a questões corporativas específicas, mas também a fatores macroeconômicos e políticos.
4	Sem prejuízos nos últimos dez anos, apenas lucros.	Sem prejuízos nos últimos cinco anos, apenas lucros.	Sem prejuízos nos últimos cinco anos, apenas lucros.
5	Crescimento mínimo de pelo menos um terço no Lucro por Ação (LPA) nos últimos dez anos.	Crescimento mínimo de pelo menos 2,66% ao ano.	Crescimento mínimo de pelo menos a mediana do crescimento dos lucros do setor a cada trimestre.
6	O índice Preço/Lucro (P/L) não deve exceder 15 vezes a média dos lucros dos últimos três anos.	A seleção de ações no nível 7 para o índice P/L.	O índice P/L deve ser menor ou igual à mediana do setor a cada trimestre.
7	O índice Preço/Valor Patrimonial (P/VP) não deve ser superior a 1,5 vez o valor patrimonial do patrimônio líquido.	Seleção de ações com índice P/VP superior a 1,00, desde que o múltiplo P/L x P/VP não exceda 7,00.	O índice P/VP deve ser menor ou igual à mediana do setor a cada trimestre.
8	–	Liquidez: Assim, apenas as dez ações mais líquidas foram escolhidas entre as ações selecionadas em cada critério.	Classificação: A metodologia de classificação foi utilizada para selecionar as melhores empresas em relação às medianas dos critérios por setor.

Fonte: adaptado de Graham (2007) e Palazzo *et al.* (2018).

3.2 Classificação das ações para a construção das carteiras

Utilizamos uma estratégia de classificação inspirada em Greenblatt (2006) para construir as carteiras. Assim, ordenamos as ações a cada trimestre para selecionar aquelas que compõem cada carteira (com 10, 20 ou 30 ativos). No entanto, diferentemente de Greenblatt (2006), que utilizou apenas dois critérios (Retorno sobre Ativos – ROA – e relação Preço/Lucro – P/L), classificamos as ações com base em sete critérios propostos por Benjamin Graham (e.g., grandes empresas com condições financeiras sólidas, sem prejuízos, pagadoras de dividendos, entre outros).

Nossa metodologia envolve classificar as ações a cada trimestre de acordo com o critério adaptado. Por exemplo, conforme o primeiro critério (tamanho), as empresas são classificadas com base no valor de suas receitas, e valores mais altos indicam uma posição mais próxima ao topo. A Tabela 2 apresenta a adaptação por meio da estratégia de classificação.

Tabela 2

Adaptação por classificação

N	Classificação de acordo com o critério
1	Classificação de acordo com a receita das empresas com ações negociadas durante o período.
2	Classificação de acordo com a condição financeira em cada setor da B3.
3	Classificação de acordo com o número de dividendos ininterruptos por pelo menos os últimos cinco anos. Empresas com todos os dividendos recebidos classificadas em 1º lugar.
4	Classificação de acordo com a quantidade de lucro líquido positivo. Empresas com todos os lucros positivos classificadas em 1º lugar.
5	Classificação de acordo com o crescimento dos lucros em cada setor da B3.
6	Classificação pelo índice P/VP em cada setor da B3.
7	Classificação de acordo com índice P/L em cada setor da B3.

Fonte: elaborado pelos autores.

Em seguida, somamos as posições nas sete classificações para cada ação e dividimos esse total por 7 para encontrar a “posição média” obtida por cada ação no conjunto de classificações usando os critérios adaptados de Graham. Optamos por utilizar a média e não a mediana das posições, pois a média é sensível à presença de *outliers*. Além disso, essa sensibilidade é relevante nesse caso, pois queremos evitar empresas que sejam muito mal classificadas em qualquer um dos critérios. Dessa forma, uma empresa pode ter um bom desempenho em critérios específicos, mas será penalizada se apresentar um desempenho insatisfatório em outros critérios.

A Tabela 3 exemplifica a escolha pelo uso da média. No exemplo, suponha que, ao selecionar as cinco principais ações entre as seis disponíveis, a ação B apresente um *outlier* no critério n.º 7 e, assim, provavelmente seria excluída da amostra pelos critérios originais de Graham (2007). No entanto, em nossa adaptação, essa empresa é mantida, mas rebaixada da 2ª para a última posição devido à sua classificação em 50º no critério n.º 7.

Tabela 3

Exemplo de aplicação da metodologia de classificação

Ação	Classificação de Critérios							Estatísticas	
	#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	Média	Mediana
A	1	1	1	1	1	1	1	1	1
B	2	2	2	2	2	2	50	8,85	2
C	3	3	3	3	3	3	3	3	3
D	4	4	4	4	4	4	4	4	4
E	5	5	5	5	5	5	5	5	5
F	6	6	6	6	6	6	6	6	6

Fonte: elaborado pelos autores.

O uso de uma classificação para construir carteiras com base nos critérios adaptados de Graham é uma inovação neste estudo. Isso porque evita que uma empresa seja excluída da carteira devido a um desempenho ruim em apenas um critério, embora a metodologia permita que a empresa seja penalizada, ou seja, usamos um método que permite que a empresa permaneça na amostra mas seja penalizada por desempenhos insatisfatórios em qualquer critério analisado. Assim, as empresas com as classificações finais mais altas na média das classificações foram selecionadas para compor as carteiras.

No Brasil, essa estratégia é essencial devido ao pequeno número de empresas listadas (em comparação com os EUA), o que torna inviável o uso dos critérios originais. Assim, não reduzimos a amostra e mantemos o princípio de selecionar empresas com melhores posições nos critérios adaptados de Graham (2007). O uso da média das classificações, propositadamente sensível a *outliers*, faz com que a empresa caia das cinco primeiras posições. Se formássemos carteiras com cinco ativos, a carteira resultante seria composta por A, C, D, E e F. Por outro lado, se fosse usada a mediana, a seleção seria A, B, C, D e E – o que não resolveria o problema.

A aplicação do modelo de classificação envolve as seguintes etapas:

1. As empresas são ordenadas de acordo com o critério específico em cada trimestre Q do ano Y. Ao usarmos a receita como exemplo, classificamos as empresas da maior para a menor receita, seguida pela segunda empresa, depois a terceira, e assim por diante.
2. Após todas as classificações serem realizadas, os valores são padronizados para que a primeira empresa na classificação apresente um valor de 1 e a última empresa, para aquele critério, apresente um valor de 100. Em outras palavras, normalizamos as ações entre os percentis de 1% e 100% para facilitar a interpretação das médias das classificações.
3. A classificação final é obtida calculando-se a média das classificações de todos os critérios.

3.3 Modelos para cálculo de retornos

Após definir as classificações e formar as carteiras, é necessário calcular tanto os retornos diários dos ativos da carteira quanto os retornos do mercado para identificar os retornos anormais dos ativos. Para esse fim, utilizamos o modelo de mercado, conforme o modelo estatístico utilizado por Ball e Brown (1968). As fórmulas estão descritas nas equações 2 e 3.

$$R_{p,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \right) \quad (2)$$

Onde $R_{p,t}$ representa o retorno igualmente ponderado da carteira p no período t ; P_t representa o preço de fechamento da ação i no período t ; P_{t-1} representa o preço de fechamento do período $t-1$; N é o número de ativos na carteira.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde $r_{i,t}$ representa o retorno da ação i no período t ; α_i representa o intercepto da empresa i ; β_i representa o coeficiente de variação da empresa i no período t ; $r_{m,t}$ representa o retorno do mercado no período t ; e $\varepsilon_{i,t}$ representa o erro da empresa i no período t .

Utilizamos o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) para estimar a regressão. Corrigimos os erros-padrão pelo método de Newey-West, por ser robusto na presença de autocorrelação dos erros de regressão (principal problema apresentado no modelo de precificação de ativos).

3.4 Modelos multifatoriais para análise do alfa da carteira

Para avaliar e explicar o possível retorno anormal das carteiras, utilizamos um modelo de precificação de ativos com cinco fatores para testar a geração de alfa da carteira. Esse modelo foi escolhido por fornecer uma estimativa mais robusta, pois inclui o prêmio de risco de liquidez (LIQ_t) como quinto fator, conforme proposto por Amihud (2002), além dos três fatores (mercado, tamanho e valor) de Fama e French (1993) e o fator de *momentum* de Carhart (1997). A regressão descrita na Equação 4 é realizada para analisar o alfa das carteiras formadas. Por fim, os fatores de risco para o mercado brasileiro foram obtidos no site do Núcleo de Pesquisas em Economia (NEFIN/USP).

$$r_t - r_t^f = \alpha + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 WML_t + \beta_5 LIQ_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde $r_t - r_t^f$ representa o retorno da carteira acima da taxa livre de risco no período t ; α representa o intercepto, que expressa economicamente o retorno anormal da carteira; MKT_t representa o fator de risco de mercado; SMB_t representa o fator de tamanho; HML_t representa o fator de valor; WML_t representa o fator de momento; LIQ_t representa o fator de risco de liquidez e ε_{it} representa o termo de erro da regressão.

4 Resultados

Os resultados iniciais da análise confirmaram as suspeitas de que nenhuma empresa atendeu a todos os critérios originais propostos por Benjamin Graham durante o período analisado neste estudo. Por isso, foi impossível calcular uma série de retornos, e a análise passou a focar nos retornos das carteiras formadas pelos critérios adaptados. Um fator que pode ter contribuído para que as empresas não atendessem aos critérios foi o critério dos dividendos. Segundo DeAngelo, DeAngelo e Skinner (2004), os dividendos são substituídos por recompras de ações e concentrados em grandes empresas.

A Tabela 4 resume o número de empresas elegíveis para a formação das carteiras a cada trimestre, a partir do quarto trimestre de 1998 no Brasil, utilizando o critério da mediana setorial. O critério que se mostrou mais restritivo foi dos dividendos, com uma média de 30 empresas elegíveis. Em seguida, a restrição mais significativa foi encontrada no critério referente à necessidade de demonstração de lucros nos últimos cinco anos, com uma média de 48 empresas aprovadas a cada trimestre (não tabulado). O critério final é a intersecção desses critérios.

Tabela 4

Resumo das empresas elegíveis para os critérios adaptados para o mercado brasileiro

	Tamanho	CF	Dividendos _{5y}	Lucros _{5y}	Crescimento Lucros	P/L	P/VP	Critério Final
Média	103,61	113,60	30,46	48,79	95,13	103,31	103,31	7,95
Mediana	119,00	147,00	14,00	49,00	114,00	119,00	119,00	4,00
DP	54,91	56,45	29,29	39,72	57,61	54,78	54,78	7,80
Min	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00
Max	174,00	177,00	77,00	108,00	165,00	173,00	173,00	23,00

Fonte: elaborado pelos autores.

Se os critérios originais fossem considerados, somente a partir do primeiro trimestre de 2005, seria possível observar a entrada de empresas elegíveis para a construção da carteira de ações. Nesse ponto, um investidor que pretende adotar tais critérios e escolher um número fixo de ações (como 10 ou 20 ações) precisaria optar por um método alternativo para selecionar as demais ações e completar sua carteira. Essa situação representa uma das falhas na metodologia de Graham, que não classifica as empresas; apenas seleciona as ações que “passam” nos filtros, e exclui todas as outras.

Outro problema é determinar quais ações entram na carteira. Por exemplo, imagine que 20 ações atendem a todos os critérios originais de Graham e você deseja formar uma carteira com 10 ações. Quais seriam selecionadas? Essa tarefa é complexa, pois não há uma classificação de prioridade. Para resolver esse problema, combinamos a metodologia dos critérios adaptados de Graham com uma metodologia de classificação semelhante à de Greenblatt (2006).

4.1. Estatísticas de desempenho de carteira

Esta seção apresenta os resultados da adaptação dos critérios de Benjamin Graham para o Brasil. Quando os critérios não produzem empresas elegíveis para a construção da carteira em cada período nos resultados das carteiras, assumimos que o investidor aloca seus recursos em ativos livres de risco.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas dos *benchmarks* e da Carteira Adaptada (), composta pela amostra brasileira utilizando os filtros adaptados de Graham (amostra deste estudo). Consideramos os retornos do Ibovespa, do IBrX 100 e dos títulos do governo brasileiro (LFT) como *benchmarks*. Os resultados mostram que o retorno médio da carteira (1,02%) foi semelhante ao do Ibovespa (1,02%), superior ao da LFT (0,97%) e ficou em segundo lugar, atrás apenas do IBrX 100 (1,29%). Ao considerar a mediana dos retornos como medida de desempenho, a carteira formada neste estudo apresentou o melhor desempenho (1,30%), e superou todos os *benchmarks* (Ibovespa com 0,82%, LFT com 0,94% e IBrX 100 com 1,13%). No entanto, essa carteira apresentou um desvio padrão mais elevado que todos os *benchmarks* (0,82%).

Adicionalmente, utilizamos o índice de Sharpe para comparar os retornos ajustados pelo risco das carteiras e *benchmarks*. O melhor desempenho foi obtido pelo IBrX 100 (0,048411), seguido pelo Ibovespa (0,007042) e pela série de retornos da carteira Rp_Adap (0,0060976). Esse resultado demonstra que o IBrX 100, um índice com maior diversificação, apresenta um retorno ajustado pelo risco mais elevado, medido pelo índice de Sharpe.

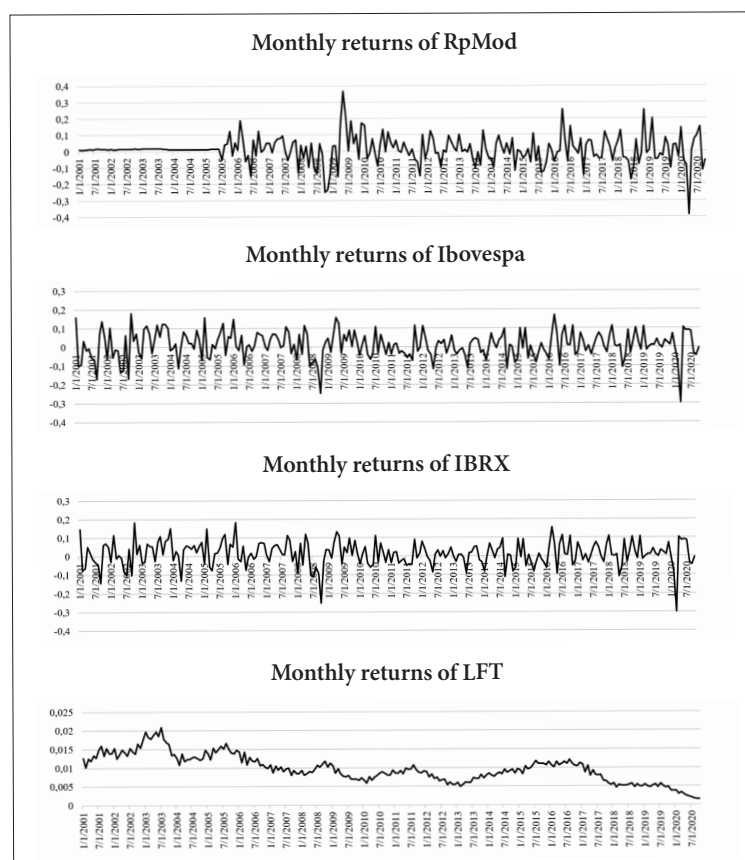
Tabela 5

Estatística Descritiva das Carteiras

Estatísticas	$R_{p_{Adap}}$ (%)	Ibovespa (%)	IBrX 100 (%)	LFT (%)
Média	1,02	1,02	1,29	0,97
Mediana	1,30	0,82	1,13	0,94
Min	-38,55	-29,90	-30,09	0,16
Max	36,80	17,92	18,34	2,08
DP	0,820	0,710	0,661	0,38
Sharpe	0,0060976	0,007042	0,048411	–

Fonte: elaborado pelos autores.

A Figura 1 mostra o retorno mensal da série ao longo do tempo. Observa-se que a carteira apresentou volatilidade concentrada em alguns momentos. Isso ocorreu devido ao rebalanceamento com ativos livres de risco e à inclusão de poucas empresas nos critérios. Vale lembrar que apenas em 2005 os ativos passaram a compor a carteira adaptada, o que explica o comportamento inicial na Figura 1. Antes disso, o capital foi investido em LFT, o que justifica a baixa volatilidade dos retornos no período anterior. Esses resultados reforçam que a aplicação da metodologia de Benjamin Graham ao contexto nacional exige cautela, pois expõe o investidor ao risco de contar com poucos ativos que atendem ao critério.



Source: prepared by the authors.

Figure 1. Real monthly returns of the methodology adapted to Brazil

4.2 Estatísticas da carteira de acordo com a Classificação (10, 20 e 30 Ativos)

A Tabela 6 apresenta as estatísticas descritivas das séries de retorno para carteiras formadas por 10, 20 e 30 ativos. Novamente, incluímos o Ibovespa, o IBrX 100 e as LFTs como *benchmarks*. representa a série de retorno da carteira formada por dez ativos, aplicando-se o mesmo para 20 e 30 ativos. Os resultados mostram que a carteira formada pelas 10 ações mais bem classificadas apresentou o maior retorno médio mensal (1,77%) e uma mediana superior (1,86%) em comparação às demais carteiras e *benchmarks*.

As carteiras formadas pelas 10 empresas mais bem classificadas apresentaram o maior retorno mensal máximo (27,46%) entre as carteiras e *benchmarks*. No entanto, o desvio-padrão das carteiras formadas neste estudo é semelhante ao dos *benchmarks*. Esse resultado é justificável devido à diversificação, uma vez que o Ibovespa e o IBrX 100 são índices com um maior número de ações.

O índice de Sharpe foi incluído para melhor controlar a relação risco-retorno. A melhor carteira foi formada com a classificação de 10 ações, seguida pela carteira de 20 ações, e a de 30 ações, nessa ordem. Todas as carteiras classificadas exibiram retornos ajustados pelo risco superiores aos *benchmarks*.

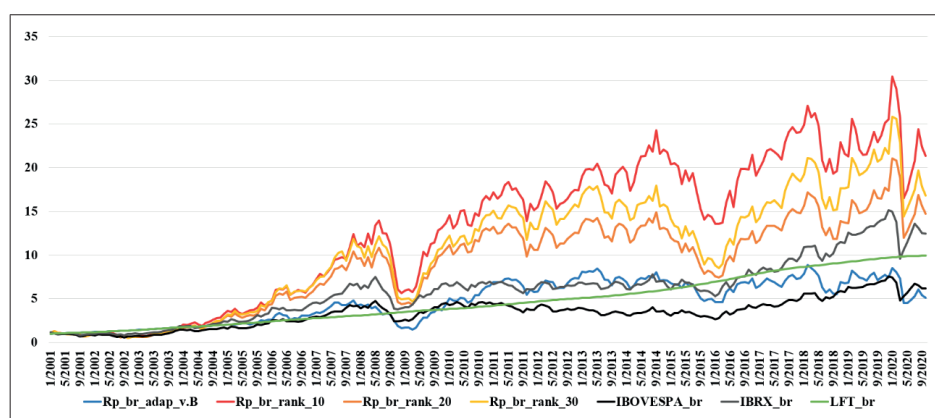
Tabela 6

Estatísticas de retornos da carteira e *benchmarks*

	$Rp_{Rank_{10}}$	$Rp_{Rank_{20}}$	$Rp_{Rank_{30}}$	<i>Ibovespa</i>	<i>IBrX 100</i>	<i>LFT</i>
Média (%)	1,77	1,61	1,67	1,02	1,29	0,97
Mediana (%)	1,86	1,37	1,55	0,82	1,13	0,94
Min (%)	-35,77	-36,51	-36,91	-29,9	-30,09	0,16
Max (%)	27,46	24,5	25,25	17,92	18,34	2,08
DP	0,0965	0,0958	0,0964	0,071	0,0661	0,0038
Sharpe	0,0829	0,0668	0,0726	0,007	0,0484	-

Fonte: elaboração própria.

Analisando os retornos das carteiras formadas por meio de um modelo (Rp_{Adap}) e uma classificação adaptada ($Rp_{Rank_{10}}$, $Rp_{Rank_{20}}$ e $Rp_{Rank_{30}}$), acredita-se que a melhor forma de visualizar os resultados seja por meio de um gráfico de retornos acumulados. Novamente, os principais índices de mercado e ativos de renda fixa de alta liquidez e baixo risco foram incluídos para comparação na Figura 2.



Fonte: elaborado pelos autores.

Observação: Rp_{br_adap} é a série de retornos formada pela carteira resultante dos critérios modificados de Graham. $Rp_{br_rank_{10}}$ são carteiras formadas pelos critérios de Graham seguindo a metodologia de classificação. O número 10 indica a quantidade de empresas por classificação. Todas as outras carteiras seguem a mesma lógica.

Figura 2. Retornos acumulados das carteiras adaptadas ao mercado brasileiro

O eixo Y mostra a evolução para cada R\$ 1,00 investido nas carteiras formadas e nos *benchmarks*. O gráfico indica que a carteira com critérios de Graham modificados (*Rr_mod*) apresentou o pior resultado na comparação: R\$ 1,00 investido no início de 2001 teria gerado uma riqueza acumulada de pouco mais de R\$ 3,00 em outubro de 2020. No entanto, as carteiras formadas de acordo com a classificação exibiram retornos acumulados superiores ao Ibovespa e ao IBrX 100. Considerando o retorno acumulado, as melhores carteiras foram as de dez ações, seguidas pelas de 30 ações e, por último, as de 20 ações.

Esperávamos que a carteira de 20 ações gerasse retornos superiores à de 30 ações, uma vez que possui maior concentração de empresas em situação de distorção de preço: subvalorizadas em relação ao seu valor fundamental. No entanto, dada a limitação da série de retornos, é possível que tenha ocorrido um viés de seleção, no qual algumas empresas com desempenho de retorno abaixo da média influenciaram a série.

A Tabela 7 apresenta os retornos acumulados anualizados para cada carteira e *benchmark*, bem como o número de vezes que cada carteira superou o *benchmark*. O Pannel A apresenta os retornos acumulados de 2001 a 2020. O Pannel B mostra o número de vezes em que o *benchmark* foi superado: ao longo de 20 anos, as carteiras adaptadas de Graham (Classificação de 10, 20 e 30) superaram o Ibovespa 9, 13, 13 e 13 vezes, respectivamente.

Tabela 7

Retornos anuais acumulados para cada carteira

Painel A: Retornos anuais acumulados							
Ano	<i>Rp_{Adap}</i>	Classificação 10	Classificação 20	Classificação 30	Ibovespa	IBrX 100	LFT
2001	17,96%	-9,68%	-12,47%	-11,27%	-11,02%	-0,90%	17,32%
2002	19,38%	-21,42%	-29,44%	-28,57%	-17,01%	5,72%	19,17%
2003	22,71%	140,42%	140,60%	139,43%	97,34%	78,48%	23,35%
2004	16,02%	91,29%	85,69%	87,58%	17,81%	29,85%	16,25%
2005	29,79%	40,22%	54,41%	62,88%	27,71%	37,33%	19,05%
2006	24,83%	44,38%	36,58%	41,02%	32,93%	36,06%	15,08%
2007	29,28%	67,76%	64,42%	68,87%	43,65%	47,83%	11,88%
2008	-61,37%	-49,30%	-54,09%	-55,53%	-41,22%	-41,77%	12,48%
2009	166,98%	142,91%	142,12%	136,57%	82,66%	72,84%	9,93%
2010	49,53%	19,78%	20,70%	25,81%	1,04%	2,62%	9,78%
2011	-11,13%	-7,48%	-17,25%	-11,04%	-18,11%	-11,39%	11,62%
2012	27,52%	15,13%	17,64%	19,38%	7,40%	11,55%	8,49%
2013	-1,54%	15,34%	7,50%	2,63%	-15,50%	-3,13%	8,22%
2014	-1,98%	8,30%	-3,75%	-2,82%	-2,91%	-2,78%	10,90%
2015	-29,74%	-34,00%	-37,71%	-38,46%	-13,31%	-12,41%	13,27%
2016	25,40%	32,77%	41,24%	44,26%	38,94%	36,70%	14,02%
2017	18,59%	26,29%	30,11%	34,10%	26,86%	27,55%	9,94%
2018	-8,30%	-10,25%	-7,27%	-4,18%	15,03%	15,42%	6,43%
2019	9,61%	18,08%	26,52%	22,11%	31,58%	33,39%	5,96%
2020	-31,68%	-16,27%	-15,33%	-22,14%	-18,76%	-17,87%	2,44%
Painel B: Número de vezes que o benchmark foi superado							
Benchmark	Rp Adap	Classificação 10	Classificação 20	Classificação 30			
Ibovespa	9	13	13	13			
IBrX 100	8	12	12	12			
LFT	11	12	11	11			

Fonte: elaborado pelos autores.

A metodologia, adaptada por meio da classificação, gerou retornos superiores ao Ibovespa, ao IBrX 100 e às LFT. No entanto, é necessária cautela ao analisar as carteiras, pois é crucial considerar os fatores de risco aos quais o investidor geralmente está exposto para alcançar tais retornos. O retorno obtido é uma compensação pelos riscos assumidos. Essa análise será abordada nas próximas seções.

4.3 Análise de retornos anormais

Precisamos analisar a série de retornos utilizando um modelo de precificação de ativos para determinar se a estratégia de seleção de ações gera retornos que não podem ser explicados pelos fatores de risco tradicionais de mercado. Para esse fim, adotamos o modelo de cinco fatores. Esse modelo incorpora os três fatores de Fama e French (1992, 1993): mercado (MKT), tamanho (SMB) e valor (HML), o fator de *momentum* (WML) de Carhart (1997) e o fator de prêmio de risco de liquidez (LIQ) de Amihud (2002). A Equação 5 apresenta o modelo.

$$Rp_{Rank_n} - r_t^f = \alpha + \beta_1 MKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 WML_t + \beta_5 LIQ_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

Rp_{Rank_n} é o retorno da carteira em estudo, e r_t^f é o retorno do ativo livre de risco. Alfa (α) é o coeficiente central de interesse: pode ser interpretado como o retorno anormal médio da estratégia adotada no período estudado. MKT_t é o prêmio de risco do mercado de ações, medido pelo retorno da carteira de mercado menos o retorno do ativo livre de risco.

Em seguida, SMB_t mede o prêmio de risco das ações de empresas de baixa capitalização em comparação com o retorno das ações de grandes empresas. HML_t mede o prêmio de risco das ações de valor, ou seja, alto índice *book-to-market* [valor contábil sobre valor de mercado], em comparação com o retorno das ações de crescimento com alto índice *book-to-market*. WML_t mede o prêmio de risco das ações com alto *momentum* em comparação com ações de baixo *momentum*. IML_t mede o prêmio de risco das ações de baixa liquidez em comparação com ações de alta liquidez. ε_{it} é o termo de erro da regressão, que pode ser interpretado como todas as variações não explicadas pelo retorno anômalo (α) e pelos fatores de risco identificados (MKT_t , SMB_t , HML_t , WML_t , and IML_t). Todos os fatores de risco utilizados para o mercado brasileiro foram obtidos no site do NEFIN.

A interpretação dos resultados do modelo é direta: quando o retorno do fator de risco varia em um ponto percentual, o retorno da carteira varia em β_n pontos percentuais. Nesse caso, se β_n for igual a 2, significa que, quando o fator de risco varia em um ponto percentual, a carteira varia em dois pontos percentuais. Assim, a interpretação do alfa é sensível à escala em que os dados são observados.

Em relação à aplicação do modelo de cinco fatores, dividimos a série de retornos em retornos obtidos pelas carteiras de 10, 20 e 30 ações. A Tabela 8 apresenta os resultados da aplicação do modelo de cinco fatores às carteiras de 10, 20 e 30 ações. Observamos que tanto a carteira adaptada quanto a carteira de 10 ações exibiram retornos anormais durante o período analisado, com a carteira adaptada apresentando o maior nível de significância estatística (p-valor abaixo de 5%). Por outro lado, a carteira de 10 ações apresentou significância estatística ao nível de 10%. Esses resultados podem ser observados pelos coeficientes positivos e significativos dos alfas em ambas as regressões. No entanto, as carteiras formadas por 20 e 30 ações não geraram retornos anormais estatisticamente significativos.

A análise dos fatores leva à seguinte interpretação: o retorno da estratégia adaptada é sensível ao fator de mercado (MKT), e apresenta um coeficiente positivo (entre 0,9672 e 1,2240) com significância estatística de 1% em todas as estratégias analisadas. Em seguida, o fator de tamanho (SMB) indica uma associação com os retornos (0,6792) ao nível de 5% para a carteira adaptada e para a carteira de 10 ações (0,2761). Para as carteiras contendo 20 e 30 ações, essa relação mostrou significância estatística de 1% e coeficientes de 0,3824 e 0,4142, respectivamente. Vale ressaltar que, nos modelos que incluem o fator de tamanho (SMB), uma variação de um ponto percentual nesse fator de tamanho está associada a uma variação de 0,5501% a 0,5796% nos retornos das carteiras, respectivamente.

Ademais, o fator de *momentum* (WML) mostrou uma relação negativa e significativa (entre -0,3979 e -0,1253) em todas as estratégias. Em contrapartida, o fator de valor (HML) não apresentou significância estatística em nenhuma das estratégias. Por fim, o quinto fator (IML) foi significativo apenas na estratégia de 30 ações (-0,2179) ao nível de 10%.

Tabela 8

Aplicação de modelos de precificação de ativos no mercado brasileiro

Rp_{Adap}	Coeficiente	p-valor		
alfa	0,0153	0,0289**		
MKT	0,9672	0,0000***	R^2	0,565
SMB	0,6792	0,0296**	R^2 Ajustado	0,550
HML	0,1684	0,3577	Durbin-Watson:	2,029
IML	0,1468	0,6293	Jarque-Bera (Prob):	0,495
WML	-0,3979	0,0126**	Observações	151
Rp_{Rank10}	Coeficiente	p-valor		
alfa	0,0058	0,0784*		
MKT	1,2240	0,0000***	R^2	0,754
SMB	0,2761	0,0235**	R^2 Ajustado	0,748
HML	0,0057	0,9370	Durbin-Watson:	2,247
IML	-0,1821	0,1272	Jarque-Bera (Prob):	0,951
WML	-0,1351	0,0347**	Observações	237
Rp_{Rank20}	Coeficiente	p-valor		
alfa	0,0039	0,2141		
MKT	1,1912	0,0000***	R^2	0,768
SMB	0,3824	0,0012***	R^2 Ajustado	0,763
HML	0,0445	0,5231	Durbin-Watson:	2,288
IML	-0,1785	0,1215	Jarque-Bera (Prob):	0,679
WML	-0,1253	0,0424**	Observações	237
Rp_{Rank30}	Coeficiente	p-valor		
alfa	0,0051	0,1020		
MKT	1,1793	0,0000***	R^2	0,778
SMB	0,4142	0,0004***	R^2 Ajustado	0,773
HML	0,0632	0,3560	Durbin-Watson:	2,196
IML	-0,2174	0,0552*	Jarque-Bera (Prob):	0,432
WML	-0,1707	0,0050***	Observações	237

Observação: esta tabela apresenta os resultados da estimação do modelo de precificação de ativos de cinco fatores para o mercado brasileiro. As estimativas foram realizadas para Adap, Rank10, Rank20 e Rank30. Os erros-padrão foram obtidos utilizando a matriz robusta de Newey-West, que é robusta na presença de autocorrelação dos erros. *** = valor de $p < 1\%$, ** = valor de $p < 5\%$, * = valor de $p < 10\%$.

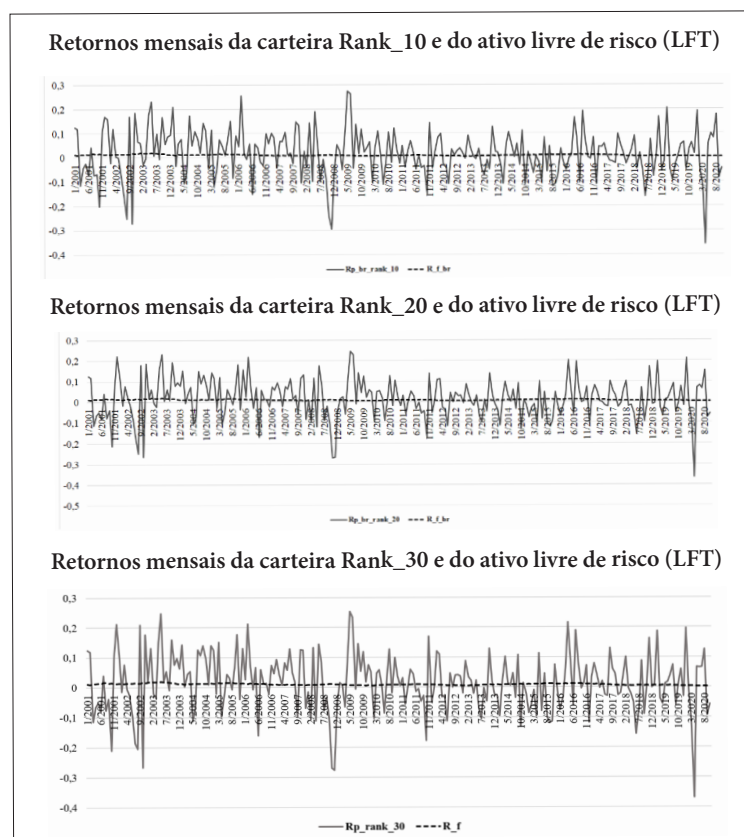
Fonte: elaborado pelos autores.

Os resultados indicam que a estratégia gerou retornos anormais quando aplicada no Brasil seguindo a estratégia de carteira adaptada (sugerida nesta pesquisa) e a carteira formada pela classificação das 10 principais ações. Esse achado corrobora pesquisas anteriores que também identificaram a possibilidade de geração de alfa (Frazzini *et al.*, 2019).

É essencial destacar alguns pontos. Primeiro, as regressões apresentaram valores adequados de R^2 e R^2 ajustado em todas as estratégias, o que sugeriu que o modelo é apropriado e explica razoavelmente as variações dos retornos. O R^2 ajustado foi superior a 0,55 em todas as estratégias, e ultrapassou 0,70 nas carteiras com 10, 20 e 30 ações. A carteira formada pela classificação das 30 principais ações exibiu o maior poder explicativo (R^2 ajustado de 0,773). Portanto, as variações dos retornos são explicadas pelos fatores de risco, dada sua significância estatística.

Outro ponto essencial nesse estudo é a significância do alfa (α), que foi observada apenas em três das quatro carteiras, especificamente nas carteiras Adaptada e Rank10. Isso sugere que, para essas carteiras, a estratégia gerou alfa (retorno incremental). Embora a estratégia tenha apresentado um bom desempenho no Brasil, os retornos anormais foram estatisticamente significativos apenas em duas estratégias. Esse resultado não se confirma para as carteiras com 20 e 30 ações.

Esses resultados explicam a escolha do ativo livre de risco para o mercado brasileiro. Diversas pesquisas utilizam LFT, Selic, CDI ou títulos do governo de longo prazo (esses últimos apresentam maior duração e riscos de inadimplência, razão pela qual não são comumente usados como ativos livres de risco). Assim, uma das questões com essa prática é que esses ativos têm gerado altos retornos no Brasil, superando o mercado de ações ao analisar a série desde os anos 2000. A Figura 3 apresenta os retornos mensais das carteiras.

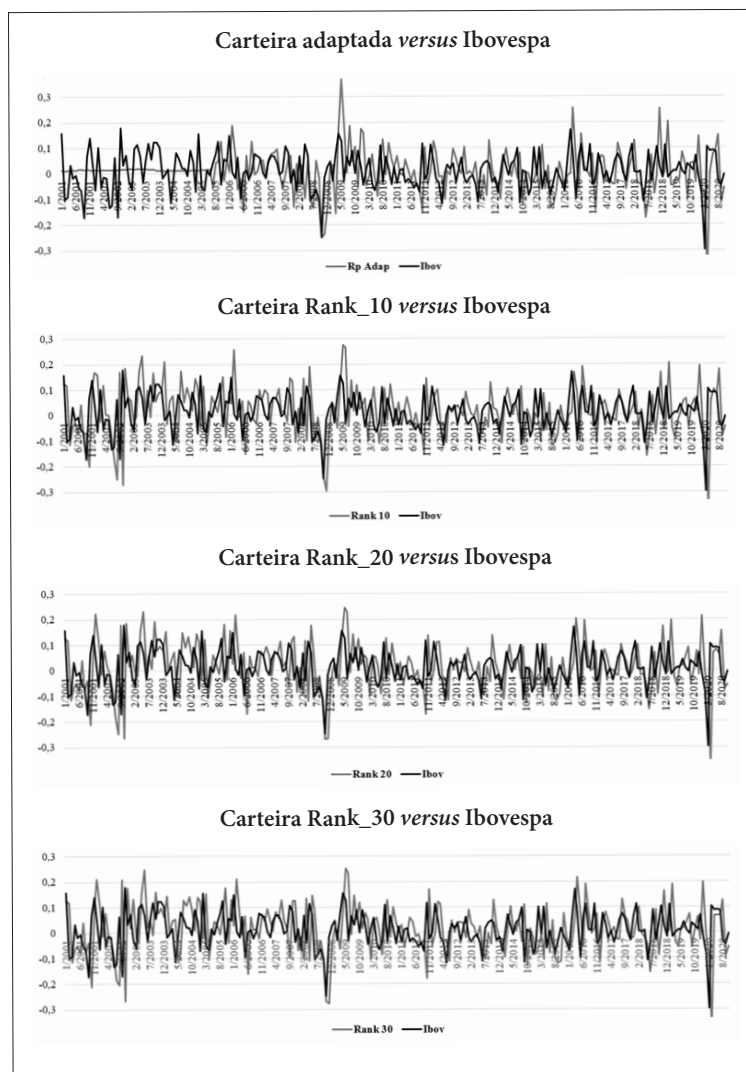


Fonte: elaborado pelos autores.

Figura 3. Retornos mensais das carteiras (com 10, 20, 30 ativos) e do ativo livre de risco

Observamos que a série de retornos das carteiras por classificação exibe alta volatilidade. Além disso, o ativo livre de risco apresenta um retorno elevado. Esses dois fatores implicam que o prêmio de risco é, em média, próximo de zero. Esse é um ponto relevante que os investidores devem considerar ao decidir construir uma carteira de ações. Essa estratégia tende a apresentar melhores resultados em períodos de taxas de juros mais baixas (livres de risco).

Por fim, a Figura 4 apresenta os retornos das carteiras, comparando-os aos retornos do Ibovespa. Observamos uma correlação positiva entre as séries, embora essa correlação não seja ideal; em alguns períodos, as carteiras apresentam desempenho superior ao Ibovespa (e o contrário também ocorre).



Fonte: elaborado pelos autores.

Figura 4. Retornos mensais das carteiras (com 10, 20, 30 ativos) e Ibovespa

5 Conclusão

Este estudo teve como objetivo adaptar os critérios de Benjamin Graham ao mercado de ações brasileiro, utilizando uma estratégia de classificação para construir carteiras vencedoras que gerem retornos anormais. Os resultados indicam que os critérios originais de Graham são rigorosos demais para o contexto brasileiro, e exigem adaptações para uma aplicação prática. Ao empregar medianas setoriais trimestrais e uma metodologia de classificação, desenvolvemos uma estratégia que permitiu uma maior seleção de ações elegíveis, e tornou os critérios mais aplicáveis ao mercado brasileiro.

Nossa análise revelou que as carteiras construídas com os critérios adaptados geraram alfa consistentemente, o que indica um desempenho superior em relação aos *benchmarks* de mercado, como o Ibovespa, o IBRX 100 e os ativos livres de risco (LFTs). Especificamente, as carteiras com 10, 20 e 30 ativos demonstraram retornos notáveis, com a carteira de 10 ativos apresentando o maior alfa. Esses resultados confirmam que a estratégia adaptada pode gerar efetivamente retornos anormais ajustados pelo risco no contexto de um mercado emergente.

Além disso, a aplicação do modelo de precificação de ativos de cinco fatores destacou a robustez dos critérios adotados, pois as carteiras formadas pela classificação das 10 principais ações exibiram retornos anormais significativos. No entanto, as carteiras com 20 e 30 ações não geraram alfa significativo, o que sugere que uma carteira mais concentrada pode ser mais eficaz.

A principal contribuição deste estudo está em demonstrar a viabilidade e a eficiência da adaptação dos critérios de Graham ao mercado brasileiro. Ao integrar esses critérios com a estratégia de classificação de Greenblatt, fornecemos uma abordagem refinada para investidores, e destacamos a importância de ajustes periódicos e medianas setoriais. Esses achados são particularmente relevantes para os atores do mercado, pois oferecem *insights* práticos para a construção de carteiras orientadas pelo valor no Brasil. Além disso, este estudo contribui com a literatura financeira ao associar os princípios tradicionais de investimento em valor com as dinâmicas únicas dos mercados emergentes.

Referências

- Almeida, V. G., Oliveira, P. H., Botrel, P. C., & Martins, M. (2011). Teste da aplicação de critérios de análise fundamentalista às ações negociadas na Bovespa: 1997-2011. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 14., São Paulo. *Anais [...]*.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5, 31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Artuso, A. R., & Chaves Neto, A. (2010). O Uso de quartis para a aplicação dos critérios de Graham na Bovespa (1998-2009). *Revista Contabilidade & Finanças*, 21, 52. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100003>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Battaglia, T. K. (2013). *Desempenho de carteiras 1/N selecionadas aleatoriamente*. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.
- Buffett, W. E. (1984). The superinvestors of Graham-and-Doddsville. *Hermes*, 4-15.
- Brochmann, L., Dresch, A. P., Figueiredo, A. C., Franz, P. R. G., & Zanini, F. A. M. (2000). A utilização da teoria de carteiras de Markowitz e do modelo de Índice único de Sharpe no mercado de ações brasileiro em 1999. *Resenha BME&F*, 141, 51-59.

- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.
- Bruni, A. L., & Famá, R. (1998). Liquidez e avaliação de ativos financeiros: evidências empíricas na Bovespa (1988-1996). In ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DO PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 22, *Anais [...]* Foz do Iguaçu: ANPAD.
- Cahart, M. M. (1997). On persistence of mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Ceretta, P. S., & Costa Jr, N. (1998). Comportamento do mercado de ações no período de 1968-1997. *Revista de Negócios*, 3(2), 17-25.
- Deangelo, H., Deangelo, L., & Skinner, D. J. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00186-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00186-7)
- Demiguel, V., Garlappi, L., & Uppal, R. (2009). Optimal versus naive diversification: How inefficient is the 1/N portfolio strategy? *The Review of Financial Studies*, 22(5), 1915-1953. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm075>
- Domingues, C. H. S., Aronne, A., Pereira, F., & Magalhães, F. (2022). Piotroski, Graham e Greenblatt: Uma Abordagem Empírica do Value Investing no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 19, 475-491. <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.19.5.1.pt>
- Fabozzi, F. J., Gupta, F., & Markowitz, H. M. (2002). The legacy of modern portfolio theory. *The Journal of Investing*, 11(3), 7-22. <http://dx.doi.org/10.3905/joi.2002.319510>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>
- Fama, E. F. (1965). The behavior of stock-market prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34–105. <https://doi.org/10.1086/294743>
- Fama, E., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.2307/2329112>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.05.011>
- Fischer, L., & Lorie, J. H. (1970). Some studies of variability of returns on investments in common stocks. *Journal of Business*, 43(2), 99-133. <http://dx.doi.org/10.1086/295259>
- Fisher, P. A. (1975). *Conservative investors sleep well*. New York: HarperCollins.
- Frazzini, A., Kabiller, D., & Pedersen, L. H. (2019). Buffett's Alfa. *Financial Analysts Journal*, 74(4), 35-55. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n4.3>
- Graham, B. (2007). *O investidor inteligente: atualizada com novos comentários de J. Zweig*. Tradução L. Sette. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- Graham, B. (1965). *The intelligent investor*. New Delhi: Prabhat Prakashan.
- Graham, B., & DODD, D. L. (1934). *Security analysis*. New York: McGraw Hill, 1934.
- Graham, B., & DODD, D. L. (1951). *Security analysis*. 3rd ed. New York: McGraw Hill, 1934.
- Greenblatt, J. (2006). *The little book that beats the market*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hieda, A., & ODA, A. L. (1998). Um estudo sobre a utilização de dados históricos no modelo de Markowitz aplicado a Bolsa de Valores de São Paulo. Seminários de Administração, 3, *Anais...* São Paulo, Brasil.

- Jacob, N. L. (2000). Avaliando o desempenho do investimento. Modelos de Risco. In Bernstein, P. L., & Damodaran, A. (2000). *Administração de investimentos*. Porto Alegre: Bookman.
- Klerck, W., & Maritz, A. (1997). A test of Graham's stock selection criteria on industrial shares traded on the JSE. *Investment Analysts Journal*, 26(45), 25-33. <https://doi.org/10.1080/10293523.1997.11082374>
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *Journal of Finance*, 20, 587-615. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1965.tb02930.x>
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
- Oppenheimer, H. (1984). A test of Ben Graham's stock selection criteria. *Financial Analysts Journal*, 40(5), 68-74. <https://doi.org/10.2469/faj.v40.n5.68>
- Palazzo, V., Savoia, J. R. F., Securato, J. R., & Bergmann, D. R. (2018). Análise de carteiras de valor no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 452-468. <https://doi.org/10.1590/rc&f.v29i78.150635>
- Passos, V. D. C. S., & Pinheiro, J. L. (2009). Estratégias de investimento em Bolsa de Valores: uma pesquisa exploratória da visão fundamentalista de Benjamin Graham. *Revista Gestão & Tecnologia*, 9(1), 1-16.
- Rozeff, M. S., & Kinney Jr, W. R. (1976). Capital market seasonality: the case of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 379-402. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90028-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90028-3)
- Sharpe, W. (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 9(2), 277-293. <https://doi.org/10.1287/mnsc.9.2.277>
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Stevenson, W. J., & Farias, A. A. (1981). *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harper & Roll do Brasil.
- Taib, A., & Benfeddoul, S. (2023). The empirical explanatory power of CAPM and the Fama and French three-five factor models in the Moroccan stock exchange. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 47. <https://www.mdpi.com/2227-7072/11/1/47>
- Testa, C. H. R., & de Lima, G. A. S. F. (2012). O CANTO DA SEREIA: aplicação da teoria de Graham na BM&FBovespa. *Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*, 1(1), 79-93.
- Treynor, J. L. (1962). Jack Treynor's "toward a theory of market value of risky assets." Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.628187>. Acesso em: 10 fev. 2020.
- Vasconcelos, L. N. C., & Martins, O. S. (2019). Value and growth stocks and shareholder value creation in Brazil. *Revista de Gestão*, 26(3), 293-312. <https://doi.org/10.1108/REGE-12-2018-0127>

Qualidade dos Relatórios Financeiros e Gerenciamento de Accruals Discricionários: Evidências do Mercado Latino-Americano

Victor Sandeje Dantas Alves

<https://orcid.org/0000-0003-1133-6100>

Clayton Levy Lima de Melo

<https://orcid.org/0000-0003-4397-115X>

Hellen Bomfim Gomes Dias

<https://orcid.org/0000-0003-0529-2885>

Resumo

Objetivo: O objetivo do estudo foi investigar a relação entre a qualidade atribuída pelos auditores aos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados trimestrais em empresas de capital aberto na América Latina.

Método: Análise por meio do teste de Dunn-Bonferroni de 457 empresas de países como Argentina, Brasil, Colômbia e México entre 2015 e 2019. Utilizaram-se os *accruals* discricionários como *proxy* para o gerenciamento de resultados, estimados pelo modelo de Pae (2005), com dados da Thomson Reuters®. Para estimar a qualidade dos relatórios financeiros, utilizaram-se os indicadores propostos por Tang *et al.* (2016).

Resultados: Os resultados indicam que o quarto trimestre tem níveis de *accruals* discricionários significativamente maiores em relação aos outros trimestres, enquanto o primeiro trimestre difere significativamente do segundo e terceiro. Brasil, Colômbia e México mostraram menores níveis de gerenciamento de resultados e maior qualidade dos relatórios financeiros quando comparados à Argentina. Esses achados sugerem que países com melhor qualidade dos relatórios financeiros, partindo da opinião da auditoria, têm menores níveis de gerenciamento de resultados trimestrais, especialmente no quarto trimestre.

Contribuições: O estudo contribui com os reguladores e auditores, e destacam a variação da evidenciação do gerenciamento de resultados nos períodos intermediários e em contextos nacionais diferentes, auxiliando-os a desenvolver uma melhor qualidade da informação na divulgação dos ganhos nos mercados emergentes, atraindo mais analistas e investidores.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; *Accruals* discricionários; Qualidade dos relatórios financeiros; Opinião do auditor.

1 Introdução

O produto do sistema contábil de uma empresa são seus relatórios financeiros. As partes interessadas são um grupo diversificado de pessoas que utilizam as informações reportadas para uma variedade de objetivos (Rahman *et al.*, 2022). É necessário um sistema de relatórios financeiros claro, forte e confiável para tornar as informações contábeis mais confiáveis. Informações de alta qualidade são cruciais para um melhor desempenho financeiro e para as decisões da empresa (Mardessi, 2022).

O processo de auditoria verifica os números e as explicações utilizadas nos relatórios financeiros para refletir a verdadeira situação financeira de uma empresa. A função do auditor, nesse sentido, é essencial para assegurar o cumprimento das normas contábeis, uma vez que alerta os acionistas e reguladores sobre possíveis fraudes ou erros nas demonstrações contábeis, proporciona tomada de decisões mais adequadas e mitiga demonstrações que utilizam as normas contábeis para distorcer a realidade financeira. Dessa forma, os auditores, por meio de análises independentes, podem aumentar a confiabilidade e a fidedignidade dos relatórios financeiros (Silva & Rodrigues, 2016)

A alta qualidade da informação reduz a assimetria entre os principais, os agentes e fornecedores, embora não haja uma abordagem predominante e geralmente aceita para medi-la (Luthan *et al.*, 2016). Isso se justifica por diversos fatores sociais, econômicos, políticos e comportamentais exercerem influência para que nem todos possuam as mesmas informações qualitativas e quantitativas (Moura *et al.*, 2017).

Assim, a qualidade da informação está relacionada à sua relevância na decisão do usuário e o impacto do seu poder informativo no desempenho financeiro da empresa, seja por maior transparência, fidedignidade e tempestividade, como por menor gerenciamento de resultados (Christensen *et al.*, 2015). Nesse aspecto, no intuito de propiciar um ambiente de negociação mais justo, o auditor independente tem um papel essencial para aumentar o grau de confiança dessas informações ao emitir sua opinião sobre as práticas contábeis adotadas pelas organizações, promovendo maior segurança ao investidor (Hu, 2015).

Healy e Wahlen (1999) referem-se a gerenciamento de resultado quando os gerentes utilizam o julgamento dos relatórios financeiros para influenciar os resultados contratuais que derivam das demonstrações evidenciadas em benefício próprio. Nesse contexto, há na literatura pesquisas que evidenciam incentivos além da remuneração dos gestores, como, por exemplo: Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering* – IPO) (Sletten *et al.*, 2018); ultrapassar exigências financeiras em contratos de empréstimos (*debts covenants*) e reduzir o custo de regulação ou aumentar o benefício regulatório (Healy & Wahlen, 1999). Sob outra perspectiva, Noronha *et al.* (2008) elencam esses incentivos como: incentivos contratuais, regulação e mercado de capitais.

Muitos estudos analisam a qualidade dos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados, no entanto, a maioria utiliza dados de países da Europa e dos EUA. Esses estudos verificaram que fatores culturais, econômicos e legais podem afetar a qualidade dos lucros (Dechow *et al.*, 2010; Enomoto *et al.*, 2015) e o papel da auditoria ao tentar restringir o gerenciamento de resultados (Almarayeh *et al.*, 2020; Choi & Wong, 2007; Choi *et al.*, 2022; Lin & Hwang, 2010) e, por isso, a explicação para esses comportamentos possa estar em fatores específicos de cada país.

Paulo (2007) relata que o ajustamento de resultados para as previsões dos analistas, é um dos incentivos de manipulação dos números contábeis. A prática de manipulação de resultados é mais prevalente em mercados com pouca negociação, elevada concentração de capital e baixo nível de *enforcement* (Mota *et al.*, 2017) e, consequentemente, sujeitos a impactos macroeconômicos devido à instabilidade do mercado (Viana, 2019), como, por exemplo, países latino-americanos.

Diante do exposto, o presente estudo tem como objetivo investigar a relação entre a qualidade atribuída pelos auditores aos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados trimestrais em empresas de capital aberto na América Latina.

Nessa perspectiva, observa-se na literatura a ausência de estudos referentes à associação da qualidade dos relatórios financeiros medida a partir da perspectiva da auditoria e o nível de gerenciamento de resultados trimestrais em países sob diferentes contextos macroeconômicos. Em especial, as diferenças significativas entre mercados desenvolvidos e mercados emergentes, caracterizados por companhias com um elevado nível de concentração acionária e menor nível de proteção legal aos acionistas (Azevedo *et al.*, 2021; Azevedo *et al.*, 2023; Claessens & Yurtoglu, 2013), fazem com que a assimetria informacional se torne mais presente nesse ambiente mercadológico. Dessa forma, é oportuno apresentar evidências nos quatro países com maior Produto Interno Bruto (PIB) em desenvolvimento da América Latina (Brasil, México, Argentina e Colômbia), que se destacam pela crescente participação no contexto econômico em nível mundial de acordo com os dados do Banco Mundial (BM) e são considerados emergentes conforme o MSCI *Emerging Markets Index*.

Dessa forma, os resultados desta pesquisa contribuem com a literatura existente sobre a qualidade dos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados ao utilizar dados de países em desenvolvimento com características culturais, econômicas e sociais diferentes dos países analisados em estudos anteriores, e alertam como isso pode afetar a qualidade da informação contábil. Podem contribuir com os reguladores e auditores para terem ciência sobre a variação da evidenciação do gerenciamento de resultados nos períodos intermediários e em contextos nacionais diferentes, a fim de restringi-los e auxiliá-los no desenvolvimento de uma melhor qualidade nos ganhos dos mercados emergentes, o que atrairá mais analistas e investidores.

2 Revisão de Literatura

2.1 Assimetria informacional, qualidade da informação e auditoria

Existe um tipo de assimetria informacional que já ocorre antes da proposta e concretização do negócio, no qual os gestores utilizam a vantagem sobre os investidores, para evidenciar informações enviesadas, denominado de seleção adversa. Outro tipo de assimetria informacional é o risco moral, que acontece após a assinatura do contrato, em que, em virtude de os acionistas não observarem o comportamento dos gestores, há o risco de estes agirem de forma oportunística que não consiste com os objetivos gerais da organização (Koetz *et al.*, 2012).

Quando há conflito de interesses, em que cada parte tentará maximizar sua utilidade em benefício próprio, ocorre o chamado conflito de agência. Esses conflitos de interesse podem prejudicar a operação do mercado, principalmente em países com alta concentração acionária das empresas, como no caso dos países emergentes (Azevedo *et al.*, 2023; Balassiano, 2012). Nessa perspectiva, embora o ambiente informacional global tenha sido aprimorado em decorrência da adoção do IFRS, o sistema de contabilidade é um componente adicional do sistema institucional do país que, por sua vez, é composto de empresas que recebem incentivos para divulgação ou não das informações financeiras.

Países que possuem uma regulamentação mais rigorosa, possuem informações mais confiáveis, seguidos de menor gerenciamento de resultado. Isso mostra que o ambiente legal do país, aliado às características institucionais das empresas, pode influenciar diretamente na qualidade da informação contábil e, conseqüentemente, na prática de gerenciamento de resultados (Marques & Ferreira, 2020).

Nos países em desenvolvimento, o nível de proteção aos investidores e a eficácia dos mecanismos de governança corporativa fornecidos pelas empresas aos participantes do mercado são diferentes daqueles nos países desenvolvidos, o que, por sua vez, incentiva o gerenciamento de resultados (Almarayeh *et al.*, 2020). Assim, a ascensão da assimetria informacional de um país funciona como uma metástase monetária, em que vai diminuir a qualidade dos relatórios das empresas, além de afetar o sistema financeiro legal do país e afastar os investidores, tendo em vista que as informações não são transparentes suficientes para fornecer confiança no investimento.

De acordo com Miko e Kamardin (2015), a capacidade de os auditores descobrirem irregularidades nas demonstrações contábeis e apresentarem para as partes interessadas pode garantir a qualidade do reporte financeiro. Nesse contexto, a auditoria é responsável por assegurar a qualidade da informação contábil reportada pelas empresas para o usuário externo, e promover um ambiente de segurança e transparência para o processo decisório (Barroso *et al.*, 2021; Salehi *et al.*, 2017).

2.2 Estudos anteriores e desenvolvimento das hipóteses

Sob a perspectiva da qualidade dos relatos financeiros a partir do trabalho da auditoria, Doran (1995) apresentou evidências de que os gestores reportam lucros mais altos nos trimestres intermediários, quando comparados aos resultados do final do ano fiscal. Paralelo a isso, os resultados de Bédard e Croteau (2015) sugerem que as revisões nos relatórios intermediários pelos auditores podem não ser tão eficazes quanto se espera para o controle da qualidade das demonstrações financeiras intermediárias. Isso mostra que, ao verificarem que o rigor da auditoria dos trimestres intermediários não é o mesmo do quarto trimestre, os gestores aproveitam para fazer gerenciamento dos lucros.

Com o objetivo de derivar um conjunto de índices que medem a abrangência do gerenciamento de resultados utilizando a volatilidade trimestral dos *accruals*, Gu *et al.* (2005), tiveram como hipótese principal que a maior parte do gerenciamento de resultados ocorre no último trimestre do ano para atender aos objetivos dos gerentes. Os resultados apontaram que, com base em um conjunto de 10 estudos de casos, as empresas que apresentam maiores níveis de *accruals* no quarto trimestre são decorrentes de gerenciamento de resultados.

Entretanto, no estudo de Rodrigues *et al.* (2019), ao investigarem o comportamento do nível de gerenciamento de resultados trimestrais das empresas de capital aberto brasileiras entre 2012 e 2017, verificaram que o nível de gerenciamento de *accruals* é maior no quarto trimestre e em seguida no primeiro trimestre, o que evidencia um comportamento de reversão de *accruals*. Isso mostra que os gestores aproveitam a última oportunidade para utilizar a discricionariedade das normas e dos números contábeis para atingir as expectativas de resultados anuais.

Assim, tendo em vista que os resultados das pesquisas supracitadas apresentam evidências variadas de reversões, seja por decisões operacionais, de investimentos ou de gerenciamento dos lucros trimestrais intermediários ao invés do quarto trimestre, reforça-se a necessidade de novos estudos que abordem o comportamento dos resultados durante cada trimestre do ano. Portanto, têm-se as seguintes hipóteses:

H1: O nível de *accruals* discricionários do quarto trimestre é significativamente diferente dos trimestres intermediários.

H2: O nível de *accruals* discricionários do primeiro trimestre é significativamente diferente do segundo e terceiro trimestre.

Embora as mudanças no ambiente contábil dos países emergentes após a adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) tenham provocado melhorias na qualidade das informações divulgadas (Holtz *et al.*, 2014), os *stakeholders* ainda apresentam algum ceticismo quanto às medidas preditoras, devido à existência de uma concentração de informações privilegiadas (Boina & Macedo, 2018). Nessa perspectiva, mercados com alta assimetria informacional, como o latino-americano, possuem diversas ferramentas para o gerenciamento de resultado por *accruals*, tendo em vista que a precificação desses dependem das características do mercado.

Sendo assim, La Porta *et al.* (2002) destacaram a fragilidade na proteção aos acionistas e a fraca estrutura de governança corporativa como características desses mercados que facilitam o gerenciamento de resultados. Lopes e Walker (2008) acrescentam que, por esses mercados teoricamente serem pouco desenvolvidos, são menos eficientes na precificação das informações.

A literatura prévia demonstra que o papel da auditoria em restringir as práticas de gerenciamento de resultados é influenciado tanto por fatores ao nível da empresa quanto por fatores ao nível do país (Hung *et al.*, 2023; Mardessi, 2022). Nesse sentido, a possibilidade de Argentina, Brasil, Colômbia e México apresentarem elevada assimetria informacional, que facilita o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals*, enseja a análise do papel de uma auditoria nesse contexto. Logo, surge a seguinte hipótese:

H3: Empresas localizadas em países com maior qualidade de relato financeiro na visão dos auditores apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados trimestrais.

Assim, por se tratar de um mercado emergente, com menores mecanismos de monitoramento, mercado de capitais menos desenvolvido e características institucionais particulares, a América Latina é um vasto campo de estudos de gerenciamento de resultados e qualidade dos relatórios financeiros.

3 Metodologia

A fim de investigar a relação entre a qualidade atribuída pelos auditores aos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados trimestrais em empresas de capital aberto na América Latina, identificou-se o nível de gerenciamento de resultados trimestrais por *accruals* discricionários nas empresas de capital aberto da Argentina, Brasil, Colômbia e México, utilizando o modelo de Pae (2005). Posteriormente, para verificar a qualidade dos relatórios financeiros de cada país sob a perspectiva da auditoria, foram utilizados os índices propostos por Tang *et al.* (2016). O estudo se concentrou nesses quatro países em decorrência da disponibilidade de informações para cálculo e posterior análise das dimensões elencadas.

Foram utilizadas as informações trimestrais de 2015 a 2019 do banco de dados da *Thomson Reuters*® para calcular os *accruals* discricionários, além das informações referentes aos relatórios dos auditores, complementadas pelos relatórios de relação com os investidores de cada empresa. O recorte temporal foi definido devido o *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ter sido adotado somente após 2015 para as empresas listadas nas bolsas analisadas.

Foram excluídas da amostra empresas do setor financeiro por apresentarem características distintas em relação às demais companhias, além das empresas que não apresentavam todas as informações necessárias para composição do cálculo. Dessa forma, diante da exclusão das instituições financeiras de todos os países do presente estudo, o número total de companhias da presente pesquisa é 457, conforme a Tabela 1.

Tabela 1

Descrição da amostra por país

País	Argentina	Brasil	Colômbia	México
Total de companhias	101	414	66	159
(-) Companhias do setor financeiro	15	66	16	27
(-) Empresas sem informações necessárias	15	108	8	28
(=) Total de companhias da amostra	71	240	42	104
(*) Quantidade de trimestre sob análise			20	
(=) Total de Observações		9.140		

Fonte: dados da pesquisa.

Tendo em vista o objetivo da presente pesquisa e para analisar as hipóteses do estudo, o modelo de Pae (2005) torna-se mais adequado, pois utiliza variáveis de fluxo de caixa operacional e capta a reversão de *accruals* dos períodos anteriores (Paulo, 2007), o que aumenta seu poder preditivo após modificar o modelo original de Jones (1991). Dessa forma, ao inserir os *accruals* totais defasados, o poder preditivo desse modelo melhora (Dechow *et al.*, 2012).

Os modelos de detecção de gerenciamento de resultados partem do pressuposto de que $TA = AD + AND$, ou seja, os *accruals* totais são iguais aos *accruals* discricionários somados aos *accruals* não discricionários. No cálculo dos *accruals* totais pela abordagem do Balanço Patrimonial, as variáveis do modelo de Pae (2005) buscam identificar a não discricionariedade das escolhas contábeis, sendo os *accruals* discricionários deduzidos por meio dos resíduos da regressão, figurando, portanto: $AD = TA - AND$.

Dessa forma, o modelo de especificação dos *accruals* discricionários proposto por Pae (2005) tem a seguinte configuração econométrica:

$$TA_{it} = \alpha_{it} + \alpha(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta R_{it}) + \beta_2(PPE_{it}) + \beta_3(FCO_{it}) + \beta_4(FCO_{it-1}) + \beta_5(TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

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

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*;

PPE_{it} = saldo das contas Ativo Imobilizado da empresa *i* no final do período *t*;

A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t*;

FCO_{it-1} = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no período *t-1*;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*;

ε_{it} = erro da regressão;

Todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período.

No qual, os *accruals* totais são calculados da seguinte forma:

$$TA_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - Depr_{it} \quad (2)$$

Em que:

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

ΔAC_{it} = variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔPC_{it} = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$\Delta Disp_{it}$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

ΔDiv_{it} = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período $t-1$ para o final do período t ;

$Depr_{it}$ = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t ;

Todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período t .

Nesse sentido, o valor estimado dos *accruals* discricionários são obtidos por meio dos resíduos do modelo (1).

Com o intuito de verificar a qualidade dos relatórios financeiros dos países a partir da opinião emitida pelos auditores, será utilizado o método do índice de qualidade geral proposto por Tang *et al.* (2016), o qual identifica o índice de qualidade do relatório financeiro (IQR). A composição desse índice será formada por 3 métricas: Qualidade da Opinião dos Auditores (QOA), Qualidade do Auditor Externo (QAE) e Honorário dos Auditores (HA). Para isso, serão utilizadas as métricas apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2

Variáveis de qualidade do relatório financeiro

Variáveis	Sigla	Mensuração	Referências
Qualidade da Opinião dos Auditores	QOA	Número de opiniões não qualificadas dos auditores, dividido pelo total de empresas auditadas	Tang <i>et al.</i> (2016)
Qualidade do Auditor Externo	QAE	Total de empresas auditadas por big four, dividido pelo total de empresas auditadas	Tang <i>et al.</i> (2016)
Honorário dos Auditores	HA	Honorário dos Auditores, dividido pelo total de ativo	Tang <i>et al.</i> (2016)

Fonte: elaborado pelos autores.

As demonstrações financeiras são representações feitas pela administração, os investidores utilizam-nas para tomar decisões, e contam com os auditores para a verificação da credibilidade dessas demonstrações (Hung *et al.*, 2023). Espera-se que a auditoria reduza a assimetria de informação e, portanto, seja considerada parte integrante do mecanismo moderno de relato financeiro.

Quando se avalia um sistema contábil, é factível que se considere as opiniões dos auditores que, com base em seu exame, podem emitir uma opinião sem ressalvas ou com reservas. Nesse sentido, o índice QOA, seguindo Tang *et al.* (2016), vai indicar o número de empresas que apresentam opiniões não qualificadas em seu relatório, ou seja, vai indicar o total de empresas que apresentam opiniões sem ressalva pelos auditores daquele país. Compreende-se que a opinião qualificada, com ressalvas, pode ser uma prova suficiente para permitir a suposição da baixa qualidade dos relatórios financeiros (Rahman *et al.*, 2022). Dessa forma, quanto maior o número de relatórios com opiniões não qualificadas, melhor.

No que se refere ao índice QAE, é o índice que avalia quantas empresas de determinado país tiveram seus relatórios auditados por uma *big four*. Embora as *big four* **não sejam imunes** ao risco e às falhas, as grandes empresas de auditoria são vistas como aquelas que apresentam maior independência, experiência e conhecimento do setor e investimentos em treinamento e educação dos seus auditores (Awuye, 2022). Dessa forma, supõe-se que essa classe de auditores, provavelmente, será mais prudente na proteção da sua marca, uma vez que tem mais a perder em reputação em caso de falhas na auditoria do que os auditores que não fazem parte das *big four* (Rahman *et al.*, 2022). Com base nessa análise, espera-se que auditores com essas características afetem a qualidade dos lucros, restringindo o relato agressivo de *accruals* e persuadindo os clientes a revelarem perdas econômicas tempestivamente (Tang *et al.*, 2016).

O índice HA verifica a proporção dos honorários dos auditores em relação ao ativo total da empresa. Auditores com maiores experiências e mais especializações são oriundos de investimentos feitos, devendo ser compensados em seus honorários. Se o risco nas demonstrações for tratado como elevado, a auditoria atribuirá essa tarefa a auditores mais competentes em que será exigido um maior honorário (Hung *et al.*, 2023). Dessa forma, quanto maior é o esforço do auditor para minimizar o risco de fraude ou erro, maior é seu honorário.

Dados os valores dos indicadores anteriormente apresentados, em primeiro lugar, classificamos os mercados de capitais de acordo com os valores das três variáveis do IQRf individualmente. Em seguida, para cada variável, o país com o valor mais alto recebe uma pontuação de 1, e as pontuações dos outros países são calculadas proporcionalmente à pontuação máxima. Posteriormente, as pontuações de cada indicador são igualmente ponderadas para calcular o IQRf, e assim mensurar o índice de qualidade de auditoria por país. Dessa forma, o IQRf é a média aritmética das pontuações das três variáveis de cada país. Por fim, quanto mais alta for a pontuação, maior será a qualidade dos relatórios financeiros de um determinado país medido a partir da perspectiva da auditoria.

A partir das informações fornecidas após a estimação dos *accruals* discricionários pelo modelo de Pae (2005), conforme as regressões (1) e (2) abordadas anteriormente, foi necessária a utilização do teste de comparações múltiplas Dunn-Bonferroni ou *dunn test* para comparar as dimensões dos *accruals* discricionários entre os países e trimestres e, posteriormente, entre os níveis de qualidade dos relatórios financeiros de cada país. O objetivo era explorar melhor os dados desse estudo, baseado na literatura anterior (Call *et al.*, 2014; Martins *et al.*, 2016; Rodrigues *et al.*, 2019).

4 Análise dos Resultados

4.1 Análise descritiva

Antes de verificar a significância do nível de *accruals* discricionários por trimestre, e como se comporta a qualidade dos relatórios financeiros de cada país aliado ao nível de gerenciamento de resultado trimestral, é importante analisar as estatísticas descritivas dos *accruals* discricionários por trimestre e por país de forma consolidada, conforme a Tabela 3, bem como as médias consolidadas e detalhadas de todos os trimestres conforme a Tabela 4.

Tabela 3

Estatística dos accruals discricionários trimestrais consolidados por país

	ADabs	N	Média	Máximo	Mínimo	Desv. Padrão
Brasil	1T	1203	0,04163	1,14267	0,00001	0,06612
	2T	1203	0,04302	1,74860	0,00002	0,09422
	3T	1203	0,04604	1,49947	0,00003	0,08813
	4T	1203	0,07843	11,48478	0,00006	0,39057
Argentina	1T	355	0,31917	13,52990	0,00178	0,83115
	2T	355	0,31499	16,30925	0,00176	1,13744
	3T	355	0,36723	14,88018	0,00049	1,15761
	4T	355	0,31917	6,45830	0,00026	0,59433
Colômbia	1T	210	0,04611	0,78527	0,00014	0,07420
	2T	210	0,03416	0,20520	0,00030	0,03827
	3T	210	0,02958	0,21565	0,00006	0,03651
	4T	210	0,04397	0,38222	0,00009	0,05841
México	1T	520	0,04548	1,60899	0,00000	0,09957
	2T	520	0,04532	3,16265	0,00005	0,15385
	3T	520	0,03918	2,91277	0,00001	0,13200
	4T	520	0,06717	4,34355	0,00004	0,23000

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com os dados evidenciados na Tabela 3, é possível verificar que o Brasil apresenta um maior número de observações em comparação aos demais, devido ao elevado número de empresas que compõe a amostra. Além disso, observa-se que a maior média referente aos valores absolutos dos *accruals* discricionários é no quarto trimestre (0,07843), o que pode ser consequência do maior valor máximo do Brasil em todos os períodos analisados nesse país, ocasionando também uma maior dispersão em torno da média em relação aos outros trimestres.

Pode-se observar ainda que o comportamento identificado se assemelha ao comportamento apresentado no estudo de Rodrigues *et al.* (2019), em que, ao verificar o nível dos *accruals* no mercado brasileiro, também apontou para o maior nível de *accruals* discricionários no quarto trimestre, seguido do primeiro trimestre (0,04163), segundo trimestre (0,04302) e o terceiro trimestre (0,04604). Esse comportamento está alinhado com a Hipótese 1 da pesquisa.

Em relação à Argentina, é possível observar que as médias de *accruals* discricionários são maiores que os demais países, sendo o terceiro trimestre (0,36723) o período que apresenta a maior média. Verifica-se também que o maior valor máximo corresponde à Argentina, no entanto, ele está presente no segundo trimestre (16,30925), embora o maior valor de dispersão da média seja no terceiro trimestres (1,15761), de forma oposta ao comportamento do Brasil.

No que se refere à Colômbia, verifica-se que as maiores médias de *accruals* discricionários são no primeiro e quarto trimestre, 0,04611 e 0,04397, respectivamente. Esse tipo de comportamento pode representar reversão de *accruals* discricionários, em que os valores de períodos anteriores gerenciados são revertidos no período seguinte, conforme aconteceu nos estudos de Rodrigues *et al.* (2019) e Awuye (2022). Além disso, o desvio-padrão de ambos os trimestres citados acompanham suas médias, sendo o maior no primeiro (0,07420) e em seguida o quarto (0,05841).

No caso do México, o comportamento do *accrual* discricionário é semelhante ao comportamento do *accrual* brasileiro, em que o maior valor está presente no quarto trimestre (0,06717). No entanto, observa-se que o segundo maior valor está presente no primeiro trimestre (0,04548), sendo esse também maior do que o segundo (0,04532) e terceiro trimestre (0,03918). Esse tipo de comportamento está alinhado com a Hipótese 2 da pesquisa.

Para analisar melhor o comportamento desses trimestres, a Tabela 4 evidencia de forma detalhada as médias dos *accruals* discricionários referentes a cada país e todos os trimestres específicos de todos os anos abordados nesta pesquisa.

Tabela 4

Média de *accruals* discricionários de todos os trimestres por país

ADabs	Brasil	Argentina	Colômbia	México
2015q1	0,05230	0,21570	0,07600	0,06123
2015q2	0,03200	0,17100	0,04000	0,04897
2015q3	0,06890	0,21340	0,04043	0,04253
2015q4	0,05170	0,31650	0,05190	0,09667
2016q1	0,03890	0,29057	0,03117	0,05168
2016q2	0,04280	0,25137	0,02795	0,07465
2016q3	0,03870	0,28385	0,02134	0,06391
2016q4	0,05680	0,31573	0,04046	0,05984
2017q1	0,03740	0,28114	0,04275	0,04339
2017q2	0,04600	0,26712	0,04170	0,03821
2017q3	0,04450	0,35668	0,02531	0,03376
2017q4	0,04930	0,42843	0,03709	0,05052
2018q1	0,03740	0,37449	0,04127	0,04060
2018q2	0,05570	0,50113	0,03673	0,03167
2018q3	0,03800	0,56955	0,02122	0,03259
2018q4	0,04820	0,31597	0,05047	0,03349
2019q1	0,04190	0,43394	0,03932	0,03050
2019q2	0,03830	0,38424	0,02442	0,03308
2019q3	0,04000	0,41259	0,03957	0,02308
2019q4	0,18670	0,21916	0,03992	0,09529

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a tabela acima, verifica-se que, durante todo o período pesquisado, o quarto trimestre teve doze aparições durante todos os anos pesquisados, apontando-o como o maior nível de *accruals* por trimestres de todos os anos e países do presente estudo em consonância com as pesquisas de Das *et al.* (2009) e Gu *et al.* (2005). No entanto, é interessante observar que a maior média de todos os períodos é a do terceiro trimestre, em 2018, da Argentina (0,56955). Esse fator pode ser a explicação para a maior média consolidada ser a do terceiro trimestre e não o quarto trimestre na Argentina, conforme apresentado pela Tabela 3.

Vale ressaltar que esse período (2015-2019) está alinhado à crise econômica que foi instaurada na Argentina. De acordo com os dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), o peso (moeda argentina) perdeu 40% do seu valor em 2018, o que pode explicar o alto nível de *accruals* no período.

É interessante observar que, com exceção de 2018 para 2019, os anos de 2015, 2016 e 2017 evidenciaram uma queda no quarto período de cada ano para o primeiro período do ano seguinte em todos os países. Isso está alinhado com os argumentos de reversão de *accruals* discricionários apresentados nos estudos de Collins *et al.* (1984), Jeter e Shivakumar (1999), Rodrigues *et al.* (2019) e Choi *et al.* (2022).

4.2 Análise do gerenciamento de resultados trimestrais e qualidade dos relatórios financeiros

Com o intuito de analisar as comparações múltiplas entre o nível de gerenciamento de resultados trimestrais por meio dos *accruals* discricionários e a qualidade dos relatórios financeiros de cada país, inicialmente, foi utilizado o *dunn test*, o qual englobou todos os países e todos os trimestres, conforme Tabela 5. A escolha desse teste está alinhada à sua capacidade de comparações de variadas amostras e, por ser um método não paramétrico, também se adéqua à **não normalidade identificada nos dados**.

Tabela 5

Comparação de *accruals* discricionários trimestrais

GR x Trimestre	1	2	3	4
1	-			
2	2,68 (0,0036) **	-		
3	1,36 (0,0867) *	- 1,32 (0,09299) *	-	
4	- 2,99 (0,0014) ***	- 5,68 (0,0000) ***	- 4,36 (0,0000) ***	-

Notas: Significante a * 10%, ** 5%, *** 1%. *P-values* entre parênteses. *P-value* geral do *dunn test* foi de 0,0001.

Legenda: GR – Gerenciamento de resultados.

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 5, é possível observar que o *p-value* geral apontado pelo *dunn test* é significativo, o que indica que todos os trimestres são significativamente diferentes entre si. Ao analisar a significância de cada trimestre separadamente, pode-se verificar que há indícios para não rejeitar a Hipótese 1, isso sugere que o quarto trimestre possui nível diferente dos demais.

No que se refere à Hipótese 2, o primeiro trimestre mostrou-se significativamente diferente do segundo trimestre. Além disso, é possível observar que o segundo e o terceiro trimestres **são os que apresentam menor** diferença entre os níveis de gerenciamento de resultados em relação a todos os trimestres.

Esses resultados estão alinhados com o estudo de Rodrigues *et al.* (2019), no que se refere à significância do quarto trimestre, e indicam que os incentivos são maiores no último trimestre em relação aos demais. Já relacionado ao primeiro trimestre, esses resultados corroboram com o de Jeter e Shivakumar (1999) ao apresentar-se estatisticamente diferente dos trimestres intermediários.

Esses resultados evidenciam como, no quarto trimestre, as empresas geralmente estão sob maior pressão para atingirem as metas financeiras estabelecidas no início do ano. Além disso, a remuneração variável dos executivos, ligada ao desempenho financeiro anual, pode gerar um incentivo pessoal para inflar os resultados no quarto trimestre por meio de *accruals* discricionários. Diante desses fatores, o gerenciamento de resultados pode ser um artifício utilizado para alcançar o desempenho desejado, e pode ocasionar reflexos no preço das ações (Wang & Ding, 2021) e na distribuição de lucros (Dichev & Owens, 2024).

Ao tratar dos relatórios financeiros, a Tabela 6 evidencia o nível de qualidade desses relatórios, conforme indicadores propostos por Tang *et al.* (2016), separadamente por país e variável. Em seguida, a média de cada país (IQR) de 2015 a 2019.

Tabela 6

Nível de qualidade do relatório financeiro por país

País	QOA	QAE	HA	Média
Brasil	0,97	0,83	0,14	0,65
Argentina	0,99	0,34	0,06	0,46
Colômbia	1	0,52	0,06	0,53
México	0,99	0,56	0,15	0,57

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com a tabela acima, constatamos que o índice QOA apresenta pouca variação entre os mercados de cada país e um bom índice de qualidade dos relatórios. É possível observar que, na colômbia, 100% das empresas apresentam relatórios com opiniões não qualificada pelos auditores, ou seja, os relatórios financeiros estão de acordo com os princípios contábeis e, possivelmente, por isso não apresentam ressalvas. Mesmo sendo o menor índice entre os países, a representatividade de 97% apresentada pelo Brasil de opiniões não qualificadas é consideravelmente alto para um universo de 240 empresas verificadas.

No que se refere ao índice QAE, a representatividade das empresas de auditoria consideradas *big four* no mercado latino-americano é mais variada. Verifica-se que 87% das empresas brasileiras presentes nessa pesquisa, são auditadas por *big four*, enquanto na Argentina esse índice é apenas de 34%. Como discutido anteriormente, o período analisado também abrange a forte crise econômica enfrentada pela Argentina, o que gerou a elevação dos riscos de auditoria e reduziu a atuação das *big four* no país.

Quando comparadas a proporção de opiniões de auditoria não qualificada (99%) e a representatividade das empresas *big four* na Argentina (34%), o valor apresentado pelo QOA é comprometido, ou seja, um auditor considerado não *big four* pode emitir uma opinião não qualificada (sem ressalvas) sem ter feito testes rigorosos ou não ter conhecimento técnico suficiente para poder detectar algum desvio das práticas aceitas pela contabilidade que afetem a qualidade dos lucros, conforme os resultados de Huguet e Gandia (2016).

A coluna do HA aponta o México como o país que tem a maior média de honorários em relação aos ativos totais das empresas. Logo em seguida, os honorários dos auditores brasileiros representam 14% dos ativos totais das empresas. No entanto, esse índice é complementar ao QAE, tendo em vista que o Brasil (83%) e o México (56%) são os maiores índices nessa variável e, consequentemente, os maiores índices na variável HA. Ao verificar a média de qualidade geral do relatório financeiro de cada país, observa-se que o Brasil apresentou a melhor média em relação aos demais (65%), seguido do México (57%), Colômbia (53%) e Argentina (43%).

Dessa forma, com o intuito de comparar o nível de qualidade dos relatórios financeiros de cada país, cada variável foi ranqueada e comparada por meio do *dunn test* para avaliar a significância desses resultados. No caso da variável QOA, o Brasil ficou em terceiro lugar, representado pelo número 3, Argentina e México, por apresentarem o mesmo valor, ficaram no segundo lugar, representado pelo 2 e, por fim, a Colômbia recebe o número 1. Sendo assim, têm-se os resultados apresentados na Tabela 7.

Tabela 7

Opinião qualificada e não qualificada

QOA	1 C	2 A e M
2 – A e M	- 1,58 (0,0000) ***	–
3 – B	- 3,25 (0,0006) ***	21,79 (0,0000) ***

Notas: Significante a *10%, ** 5%, *** 1%. *P*-values entre parênteses. *P*-value geral do *dunn test* foi de 0,0001.

Legenda: A – Argentina; B – Brasil; C – Colômbia e M – México.

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com os dados da Tabela 7, o presente estudo converge para os resultados apresentados na pesquisa de Tang *et al.* (2016), ao evidenciar tanto pelo *p*-value geral (0,0001) como pela comparação por meio dos ranques entre os países, que todos são diferentes estatisticamente a 1% de significância. No entanto, diverge quando se trata dos dados referentes ao Brasil, pois os relatórios que tiveram opiniões classificadas como “qualificada” foram menores em relação às opiniões classificadas como “não qualificada”.

A Tabela 8 evidencia a comparação entre os países com empresas auditadas por *big four* e não *big four*:

Tabela 8

Auditado por big four e não big four

QAE	1 B	2 M	3 C
2 – M	1,88 (0,0298) **	–	–
3 – C	3,25 (0,0006) ***	1,76 (0,0389) **	–
4 – A	- 4,19 (0,0000) ***	- 3,82 (0,0000) ***	- 3,19 (0,0000) ***

Notas: Significante a *10%, ** 5%, *** 1%. *P*-values entre parênteses. *P*-value geral do *dunn test* foi de 0,0001.

Legenda: A – Argentina; B – Brasil; C – Colômbia e M – México.

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados apontam pelo *p*-value geral que todos os países são diferentes estatisticamente a 1% de significância com relação à qualidade do relatório financeiro quando auditado por *big four*. Dessa forma, esse resultado corrobora com os achados de Marques e Ferreira (2020), em que o ambiente legal do país e as características institucionais podem fazer com que uma mesma empresa de auditoria em países distintos possa conferir níveis de qualidade dos relatórios diferentes.

Na Tabela 9, a seguir, foram comparados os honorários dos auditores em todos os países, em proporção aos ativos totais das empresas:

Tabela 9

Honorários por país

HA	1 M	2 B	3 A e C
2 – B	- 1,88 (0,0298) **	–	–
3 – A e M	- 2,63 (0,0000) ***	- 2,94 (0,0000) ***	–

Notas: Significante a *10%, ** 5%, *** 1%. *P*-values entre parênteses. *P*-value geral do *dunn test* foi de 0,0001.

Legenda: A – Argentina; B – Brasil; C – Colômbia e M – México.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme os dados apresentados, os honorários dos auditores são estatisticamente diferentes em todos os países. Dessa forma, esse resultado complementa os resultados das variáveis de QOA e QAE, indicando que as três variáveis de qualidade dos relatórios financeiros por país são estatisticamente diferentes a 5% de significância entre todos os países estudados, o que corrobora o estudo de Tang *et al.* (2016).

Em suma, percebe-se que os indicadores acima apresentam diferenças na qualidade dos relatórios financeiros nos mercados da amostra. Na medida em que os valores desses indicadores são considerados como proxies do resultado da aplicação de normas e sistemas nacionais de contabilidade e auditoria, eles sugerem que existem variações substanciais nas práticas de contabilidade e auditoria dos países emergentes analisados. Diante de todos os resultados expostos, tanto pelas informações do gerenciamento de resultados trimestrais por *accruals* discricionários expostos, e as comparações múltiplas feitas pelo *dunn test*, quanto pelos resultados encontrados referentes à qualidade dos relatórios financeiros e comparado pelo *dunn test*, há indícios de não rejeição da Hipótese 3.

5 Conclusão

O presente estudo teve como objetivo investigar a relação entre a qualidade atribuída pelos auditores aos relatórios financeiros e o gerenciamento de resultados trimestrais em empresas de capital aberto na América Latina. Para isso, foram estimados os *accruals* discricionários de todos os trimestres de 2015 a 2019, bem como o índice de qualidade geral dos relatórios financeiros de 457 empresas do Brasil, Argentina, Colômbia e México.

Os resultados indicaram a não rejeição da Hipótese 1, e evidenciaram que os *accruals* discricionários do quarto trimestre são significativamente diferentes dos trimestres intermediários, visto que, por meio do *dunn test*, foi possível verificar que o nível de *accruals* discricionários do quarto trimestre é diferente dos trimestres intermediários. Além disso, é possível observar que o quarto trimestre apresentou a maior média de *accruals* discricionários em relação aos outros trimestres.

Essas evidências lançam luz sobre como fatores relacionados à pressão para atingir as metas financeiras e a remuneração variável dos executivos, ligada ao desempenho financeiro anual, podem gerar incentivos para inflar os resultados no quarto trimestre por meio de *accruals* discricionários. Diante desse cenário, o gerenciamento de resultados no quarto trimestre pode ser um artifício utilizado para alcançar o desempenho desejado.

Os resultados também indicaram a não rejeição da Hipótese 2, tendo em vista que os *accruals* discricionários do primeiro trimestre são significativamente diferentes do segundo e do terceiro trimestre. A não rejeição de Hipótese 2 aponta para evidências de um comportamento de reversão de *accruals* no primeiro trimestre em decorrência do gerenciamento no quarto. **É importante ressaltar que a presente pesquisa discutiu o nível de gerenciamento de resultados e não a direção do gerenciamento.**

Ao analisar os países, foi possível observar que a Argentina apresentou o maior nível de gerenciamento de resultados dentre todos os países. Brasil, Colômbia e México apresentaram comportamentos semelhantes. Já a análise da qualidade dos relatórios financeiros, por meio dos índices de QOA, QAE e HA, ensejou observar que a Argentina apresentou a pior média e, em contrapartida, o Brasil, a melhor. Foi utilizado o *dunn test* para compará-los em ranque, sendo possível observar que todos eles são diferentes estatisticamente com um nível de 95% de confiança.

Dessa forma, é possível não rejeitar a Hipótese 3, tendo em vista que o Brasil apresentou um baixo nível de gerenciamento de resultados trimestrais por meio dos *accruals* discricionários, e um maior nível de qualidade dos relatórios financeiros por meio da média dos índices QOA, QAE e HA. Em contrapartida, a Argentina apresentou o maior nível de gerenciamento de resultados trimestrais e, posteriormente, o menor índice de qualidade dos relatórios financeiros, sendo importante citar que o período de análise (2015-2019) foi o mesmo período da crise econômica instaurada na Argentina, de acordo com os dados do FMI.

Um ponto que merece destaque é que os resultados sugerem que os países que apresentam maior qualidade de relato financeiro, como no caso do Brasil e México, são países que apresentam o maior nível de gerenciamento de resultados por meio *accruals* discricionários no quarto trimestre, apesar de serem países com menores níveis de gerenciamento de resultados no geral. Por outro lado, a Argentina foi o caso de um país que não evidenciou uma boa qualidade de relato financeiro e apresentou o maior **nível de gerenciamento de resultados no geral**.

Essas evidências podem direcionar para duas conclusões principais. Por um lado, deixa claro que um ambiente com boa qualidade de auditoria não irá, necessariamente, eliminar integralmente os fatores que levam a um baixo nível de qualidade das informações reportadas ou elevados níveis de gerenciamento de *accruals* discricionários. Por outro lado, corrobora o fato de que os aspectos regulamentares, das instituições formais e informais de cada país, são relevantes na discussão sobre a atuação da auditoria na qualidade dos relatórios financeiros e da informação contábil.

Nesse sentido, o presente estudo pode contribuir com a academia por ter sido evidenciado que a prática do gerenciamento de resultados por *accruals* é diferente ao longo dos trimestres e países. Além disso, mostra que requer uma maior atenção dos *stakeholders* na análise das empresas, tendo em vista que tanto a qualidade dos relatórios financeiros como esse comportamento discricionário dos números contábeis trimestrais reportados podem afetar a tomada de decisão final. Um sistema de auditoria adequado pode ser um indicador da alta qualidade dos relatórios financeiros e, portanto, ignorar esses fatores criaria uma visão incompleta sobre a qualidade dos reportes das empresas.

Apesar das contribuições mencionadas, o presente estudo apresentou limitações nas proxies utilizadas para medir a qualidade dos relatórios financeiros, pois não variam conforme os dados financeiros. Além disso, a disponibilidade de informações suficientes para as análises também é prejudicada em alguns países. Dessa forma, sugere-se para pesquisas futuras verificar esse comportamento dos *accruals* e a qualidade dos relatórios por características de auditoria sob a perspectiva do gerenciamento de resultados baseados em atividades reais, bem como expandir a amostra utilizando mercados divergentes, como o BRICS.

Referências

- Almarayeh, T. S., Aibar-Guzmán, B., & Abdullatif, M. (2020). Does audit quality influence earnings management in emerging markets? Evidence from Jordan: ¿Influye la calidad de la auditoría en la gestión de resultados en los mercados emergentes? Evidencia de Jordania. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 23(1), 64-74. <https://doi.org/10.6018/rcsar.365091>
- Azevedo, Y. G. P., Gomes, H. B., & Nakao, S. H. (2021). Poison pills e governança corporativa: um estudo no mercado acionário brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 15, e169831-e169831. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2021.169831>
- Azevedo, Y. G. P., Schwarz, L. A. D., Gomes, H. B., & Ambrozini, M. A. (2023). Stock price crash risk and the adoption of poison pills: evidence from Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 19(3), 691-711. <https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2022-0077>

- Awuye, I. S. (2022). The impact of audit quality on earnings management: Evidence from France. *Journal of Accounting and Taxation*, 14, 52 - 63. <https://doi.org/10.5897/jat2021.0514>
- Balassiano, M. G. (2012). *Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores* (Doctoral dissertation).
- Barroso, M. J., & Dantas, J. A. (2021). Eventos Subsequentes: Determinantes da divulgação pelas companhias e da consideração no relatório dos auditores. *Brazilian Journal of Development*, 7(5), 45493-45520. <https://doi.org/10.34117/bjdv.v7i5.29407>
- Beatty, A., & Liao, S. (2014). Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 339-383. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.009>
- Bédard, J., & Courteau, L. (2015). Benefits and costs of auditor's assurance: Evidence from the review of quarterly financial statements. *Contemporary Accounting Research*, 32(1), 308-335. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12091>
- Boina, T. M., & Macedo, M. A. S. (2018) Capacidade preditiva de accruals antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 375-389. <https://doi.org/10.1590/rc&f.v29i78.150651>
- Call, A. C., Chen, S., Miao, B., & Tong, Y. H. (2014). Short-term earnings guidance and accrual-based earnings management. *Review of accounting studies*, 19, 955-987. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9270-7>
- Choi, J. H., & Wong, T. J. (2007). Auditors' governance functions and legal environments: An international investigation. *Contemporary accounting research*, 24(1), 13-46. <https://doi.org/10.2139/ssrn.849746>
- Choi, A., Lee, E. Y., Park, S., & Sohn, B. C. (2022). The differential effect of accrual-based and real earnings management on audit fees: international evidence. *Accounting and Business Research*, 52(3), 254-290. <https://doi.org/10.1080/00014788.2021.1911779>
- Christensen, H. B. *et al.* (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption? *European Accounting Review*, 24(1), 31-61. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1009144>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- Collins, W. A., Hopwood, W. S., & McKeown, J. C. (1984). The predictability of interim earnings over alternative quarters. *Journal of Accounting Research*, 467-479. <https://doi.org/10.2307/2490659>
- Das, S., Shroff, P. K., & Zhang, H. (2009). Quarterly earnings patterns and earnings management. *Contemporary accounting research*, 26(3), 797-831. <https://doi.org/10.1506/car.26.3.7>
- Dechow, P. M. *et al.* (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of accounting research*, 50(2), 275-334. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dichev, I., & Owens, E. (2024). Accrual duration. *Review of Accounting Studies*, 1-39. <https://doi.org/10.1007/s11142-024-09826-8>
- Doran, David T. (1995). Earnings performance and interim reporting. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 11(1), 67-72. <https://doi.org/10.19030/jabr.v11i1.5893>
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. (2015). Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 183-198. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2015.07.001>

- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 313-334. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Holtz, L., Salaroli, A. R., Sarlo Neto, A., Bortolon, P. M., & Paulo, E. (2014). A Prática de Reconhecimento e Mensuração das Perdas Estimadas em Créditos de Liquidação Duvidosa Antes e Após a Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(1).
- Hu, D. Abnormal audit fees and auditor size in the Japanese audit market. (2015). *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 19(3), 141.
- Huguet, D., & Gandía, J. L. (2016). Audit and earnings management in Spanish SMEs. *BRQ Business Research Quarterly*, 19(3), 171-187. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.12.001>
- Hung, D., Thuy Van, V. T., & Archer, L. (2023). Factors affecting the quality of financial statements from an audit point of view: A machine learning approach. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2184225>
- Jeter, D. C., & Shivakumar, L. (1999). Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management. *Accounting and Business Research*, 29(4), 299-319. <https://doi.org/10.1080/00014788.1999.9729590>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Koetz, C. M., Koetz, C. I., & Marcon, R. (2011). A influência do incentivo no comportamento oportunista de risco moral: uma análise experimental. *Gestão. Org*, 9(3), 615-639.
- La Porta, R. et al. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International journal of auditing*, 14(1), 57-77. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00403.x>
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. Available at SSRN 1095781.
- Luthan, E., & Satria, I. (2016). The effect of good corporate governance mechanism to earnings management before and after IFRS Convergence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 465-471. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.021>
- Mardessi, S. (2022). Audit committee and financial reporting quality: The moderating effect of audit quality. *Journal of Financial Crime*, 29(1), 368-388. <https://doi.org/10.1108/JFC-01-2021-0010>
- Marques, J. S., & Ferreira, F. R. (2020). Gerenciamento de resultados por accruals x gerenciamento por decisões operacionais: um estudo empírico em empresas brasileiras listadas na B3. In *Anais do Congresso ANPCONT*, Foz do Iguaçu, Brasil (Vol. 14).
- Martins, V. G., Paulo, E., & do 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.
- Miko, N. U., & Kamardin, H. (2015). Impact of audit committee and audit quality on preventing earnings management in the pre-and post-Nigerian corporate governance code 2011. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 172, 651-657. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.415>
- Mota, R. H. G. et al. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 06-26.

- Moura, G. D., Zanchi, M., Mazzioni, S., Macêdo, F. F. R. R., & Krueger, S. D. (2017). Determinantes da Qualidade da Informação Contábil em Grandes Companhias Abertas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 11(3). 10.17524/repec.v11i3.1572.
- 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, Edilson. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- Rahman, S. U., Chen, S., Al-Faryan, M. A. S., Ahmad, I., Hussain, R. Y., & Saud, S. (2023). Audit services and financial reporting quality: The role of accounting expertise auditors. *Cogent Business & Management*, 10(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2164142>
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L. D., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de resultados e nível dos accruals discricionários trimestrais no mercado acionário brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16, 297-314. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.3.6>
- Salehi, M., Moradi, M., & Paiydarmanesh, N. (2017). The effect of corporate governance and audit quality on disclosure quality: Evidence from Tehran stock exchange. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*, 25(1), 32-48. <https://doi.org/10.3311/PPso.8354>
- Silva, A., & Rodrigues, A. M. (2017). Mecanismos de controlo das normas internacionais de contabilidade. *European Journal of Applied Business and Management*, 57-72. <https://doi.org/10.58869/EJABM>
- Sletten, Ewa *et al.* (2018). When and why do IPO firms manage earnings?. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 872-906. <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9445-3>
- Tang, Q., Chen, H., & Lin, Z. (2016). How to measure country-level financial reporting quality?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 230-265. <https://doi.org/10.1108/JFRA-09-2014-0073>
- Viana, D. B. C. C., Caixe, D. F., & Ponte, V. R. M. R. (2019). Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina. *BBR. Brazilian Business Review*, 16, 400-415. <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.4.6>
- Wang, M. C., & Ding, Y. J. (2021). Does the quarterly accrual anomaly exist in Taiwan's stock market? Evidence from *Manager's earnings management*. *Managerial and Decision Economics*, 42(3), 688-701. <https://doi.org/10.1002/mde.3265>

A diversificação da dívida impacta o valor das empresas? Evidências do Brasil

Rodrigo Thirion Correia dos Santos

<https://orcid.org/0009-0005-9348-460X>

Tatiana Albanez

<https://orcid.org/0000-0002-4471-6946>

Resumo

Objetivo: O objetivo principal deste estudo é investigar o impacto da diversificação da dívida no valor de mercado das empresas brasileiras listadas no período de 2010 a 2021.

Desenho/metodologia/abordagem: Foi utilizada uma amostra de 206 empresas brasileiras listadas no período de 2010 a 2021. Foram estimados modelos de regressão com dados em painel, sendo a variável dependente representada pelo valor de mercado das empresas por meio de três *proxies* diferentes e as variáveis explicativas por meio de três índices de heterogeneidade diferentes, além de variáveis de controle.

Originalidade: O uso de diferentes tipos de dívida é um fenômeno presente na realidade das empresas. No entanto, como essa característica da estrutura da dívida afeta o valor das empresas é um tema que precisa ser investigado a fundo em mercados emergentes, considerando suas especificidades. No Brasil, o mercado de crédito é caracterizado pela alta concentração bancária e pela presença significativa de bancos de desenvolvimento, além de um ambiente institucional com menor proteção ao credor e menores níveis de governança corporativa, criando um ambiente distinto daqueles abordados por estudos anteriores.

Resultados: Observou-se que, quanto maior a heterogeneidade da dívida das empresas, maior o valor de mercado das empresas, o que aponta para a importância da diversificação da dívida na mitigação dos custos de agência e no aumento da eficiência das empresas. Os resultados destacam a importância de considerar as características do mercado local na eficácia do monitoramento de credores.

Implicações práticas: Os resultados contribuem para o processo decisório de acionistas e gestores no mercado brasileiro, ao mostrar quais fatores podem maximizar investimentos e, consequentemente, aumentar o valor das empresas.

Palavras-chave: Estrutura da dívida; Estrutura de capital; Heterogeneidade; Valor de mercado; Custos de agência.

1 Introdução

A estrutura de capital das empresas tem sido um dos temas mais pesquisados em finanças corporativas nas últimas décadas. Em geral, esses estudos estão diretamente relacionados à escolha entre capital próprio e dívida utilizada pela empresa para financiar suas atividades. De acordo com Kumar, Colombage e Rao (2017), embora seja um tema presente na literatura financeira há décadas, e abordado sob diversas perspectivas teóricas, a relevância dos estudos nessa área decorre de tópicos ainda pouco explorados, especialmente considerando as características de mercados emergentes.

De acordo com Rauh e Sufi (2010), uma parte significativa dos estudos na área utilizou modelos estruturais que tratam a dívida como uma fonte de recursos uniforme, sem distinguir entre diferentes instrumentos de dívida. No entanto, como observado pelos autores, um número significativo de empresas de capital aberto nos Estados Unidos possui diferentes fontes de dívida em suas demonstrações financeiras.

Colla, Ippolito e Li (2013) também encontraram evidências de vários tipos de dívida. Os instrumentos de dívida financeira podem diferir em diversos aspectos, como origem, prazo de vencimento, garantias, entre outros. Como resultado, há uma limitação comum nas pesquisas, pois, apesar das evidências empíricas, uma parte significativa dos estudos trata a dívida como um bloco homogêneo, sem abordar aspectos potencialmente relevantes para a compreensão da composição da estrutura de capital de uma empresa e seus possíveis impactos nas características da firma.

No Brasil, a literatura sobre o tema foca na relação entre a heterogeneidade e os determinantes da estrutura de endividamento das empresas brasileiras (Póvoa & Nakamura, 2014; Eça, Gomes & Valle, 2022). No entanto, faltam estudos que relacionem os possíveis impactos de múltiplas relações de financiamento no valor de mercado das empresas. O mercado de crédito no Brasil é caracterizado pela grande acessibilidade a linhas de crédito devido a desenvolvimentos recentes ao longo das últimas décadas, apesar da alta concentração bancária e da significativa presença de bancos de desenvolvimento. As empresas brasileiras operam nesse mercado de crédito com características específicas que diferem do mercado de dívida em outros países (como, por exemplo, os Estados Unidos), devido à alta concentração bancária, à presença de bancos de desenvolvimento e às variações nas taxas de juros. Além disso, considerando que, segundo Colla *et al.* (2013), a especialização em dívidas pode estar relacionada às características do mercado, acredita-se que a estrutura de endividamento das empresas tenha um efeito sobre o valor da firma por meio de relações de agência e custos associados a conflitos de interesse entre credores e acionistas. Portanto, é possível que sejam encontradas evidências diferentes das de estudos anteriores.

Com base na Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976), o canal pelo qual a diversidade da dívida potencialmente afeta o valor da empresa envolve a relação de agência e os custos decorrentes de conflitos de interesse entre as diferentes partes envolvidas na empresa (gestores, acionistas e outros investidores, como credores). De acordo com Jensen (1986), o uso da dívida para financiar as atividades da empresa, em vez de capital próprio, reduz os custos de agência ao diminuir o fluxo de caixa livre disponível para os gestores. Assim, o papel da dívida na redução dos custos de agência torna-se evidente, com a diversificação da dívida tendo o potencial de mitigar ainda mais esses custos por meio do efeito disciplinador da dívida sobre os gestores e sua capacidade de reduzir o uso ineficiente de recursos. Harvey, Lins e Roper (2004) constataram que, em mercados emergentes, em que gestores e famílias rotineiramente empregam estruturas de propriedade piramidais, o efeito disciplinador da dívida se concentra em empresas com altos custos esperados de agência gerencial (por exemplo, altos níveis de ativos fixos ou oportunidades limitadas de crescimento futuro), o que impacta a criação de valor por essas empresas.

Rajan (1992) aponta outra vantagem relacionada ao uso da dívida para reduzir os custos de agência. As instituições financeiras possuem informações adicionais sobre as empresas por meio do acesso às transações financeiras registradas em extratos bancários e outros controles, como informações sobre a qualidade das contas a receber e dos clientes da empresa devedora. Harvey *et al.* (2004) demonstraram que a dívida monitorada ativamente cria valor para os acionistas de empresas que enfrentam custos de agência potencialmente extremos. Expandindo esse argumento, como a heterogeneidade da dívida expõe a empresa à análise de diferentes participantes do mercado de crédito, ela pode contribuir para a redução dos custos de agência. Instituições financeiras, subscritores e agências de classificação de crédito são exemplos de participantes do mercado que desempenham um papel disciplinador na dívida e, portanto, seria esperado um menor custo de agência e, conseqüentemente, um impacto positivo no valor da empresa (Jadiyappa *et al.*, 2020).

Nesse contexto, Jadiyappa *et al.* (2020) afirmam que é possível esperar uma relação positiva entre a heterogeneidade da dívida e o valor de mercado das empresas, considerando que essa estrutura com diferentes tipos de dívida tende a mitigar os custos de agência e alterar o comportamento dos gestores durante o processo de tomada de decisões, aumentando, assim, o valor das empresas.

Da mesma forma, os estudos conduzidos por Kysucky e Norden (2016) e Platikanova e Soonawalla (2020) constataram que empresas com relações com múltiplos credores possuem maior poder de negociação e, assim, conseguem negociar melhores condições em taxas e prazos, resultado também obtido por Eça e Albanez (2022) para empresas brasileiras.

Assim, espera-se que empresas com múltiplas fontes de financiamento e significativa heterogeneidade da dívida tenham mais incentivos para se tornarem eficientes, o que resultará em menores custos de agência devido a um maior alinhamento de interesses entre credores e gestores e, portanto, podem gerar mais valor para os acionistas. Além disso, espera-se que os investidores também considerem os potenciais impactos da diversificação da dívida nos custos de falência das empresas e no seu acesso ao mercado de capitais em suas decisões de investimento. Conseqüentemente, a diversificação da dívida pode ser potencialmente relevante para a precificação de ativos.

Por outro lado, há uma linha de pesquisa dentro da Teoria da Agência que argumenta que a eficácia do monitoramento diminui quando há múltiplos credores, pois essa situação pode levar a comportamentos de *free-riding* (carona gratuita) e a problemas de coordenação em caso de necessidade de reestruturação financeira (Carletti *et al.*, 2007; Brunner e Krahnen, 2008). Na prática, Carletti *et al.* (2007) afirmam que o montante de crédito concedido por cada participante é reduzido na presença de múltiplas relações bancárias, de modo que os incentivos de monitoramento de cada agente são menores, o que pode levar outros participantes a ficarem responsáveis pelo monitoramento. Se múltiplos credores delegarem o monitoramento a outros agentes, o volume total de monitoramento será menor, o que aumentará os potenciais custos de agência da dívida. Como resultado, Jadiyappa *et al.* (2020) afirmam que o valor de mercado das empresas pode ser reduzido na presença de heterogeneidade da dívida.

A literatura também aponta outra desvantagem de uma estrutura de dívida mais diversificada, que está relacionada à dificuldade de coordenação entre os credores em caso de liquidação da empresa (Ivashina, Iverson e Smith, 2016; John, Kaviani, Kryzanowski e Maleki, 2018; Lou e Otto, 2020). Lou e Otto (2020) enfatizam que empresas com dívida heterogênea enfrentam custos de falência mais elevados, devido a uma maior probabilidade de desacordo entre os credores em relação à estratégia de recuperação da empresa devedora, o que resulta em uma falha de coordenação em caso de inadimplência.

Nesse contexto, o principal objetivo desse estudo é investigar o impacto da diversificação da dívida no valor de mercado de empresas brasileiras não financeiras no período de 2010-2021, utilizando uma base de dados composta por empresas brasileiras listadas na bolsa de valores brasileira e presentes na base de dados Capital IQ.

Como principais resultados, observou-se que, quanto maior a heterogeneidade da dívida das empresas, maior é o valor de mercado das empresas brasileiras, o que aponta para o papel da dívida na redução dos custos de agência, no alinhamento de interesses e na maior eficiência da empresa. Esses resultados indicam a relevância de diversificar a estrutura de dívida no processo decisório, visando à escolha de fontes de financiamento por parte dos gestores, bem como a importância das características do mercado local na eficácia do monitoramento pelos credores. Assim, espera-se que este estudo contribua para o processo decisório de acionistas e gestores no mercado brasileiro e identifique quais fatores podem determinar a maximização dos investimentos.

2 Referencial Teórico

De acordo com Rauh e Sufi (2010), a dívida corporativa é caracterizada por heterogeneidade devido à diversidade de prazos, prioridades de fluxo de caixa e fontes de recursos na estrutura de endividamento de uma empresa. Os resultados obtidos pelos autores indicam que o uso de múltiplas fontes de financiamento é uma característica primária da estrutura de dívida e uma realidade para as empresas, embora esse aspecto seja desconsiderado em muitos outros estudos sobre o tema. Além disso, os resultados sugerem que o mesmo tipo de dívida pode variar, dependendo de algumas características básicas, como o direito a fluxo de caixa preferencial e o prazo das transações. Rauh e Sufi (2010) enfatizam que a compreensão da estrutura de capital de uma empresa só será alcançada quando houver entendimento sobre a motivação por trás do uso de diferentes fontes, instrumentos e dívidas com direitos preferenciais.

Entre as pesquisas relacionadas à heterogeneidade da dívida, há evidências tanto a favor quanto contra uma maior diversificação da dívida de uma empresa, uma vez que ela pode trazer vantagens e desvantagens para a firma, além de gerar valor para os acionistas. Em primeiro lugar, serão discutidos os aspectos positivos, começando com a perspectiva da Teoria da Agência.

Desde os artigos seminais de Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977), as pesquisas sobre o tema têm se concentrado em compreender o conflito de interesses entre acionistas e credores e suas implicações para a estrutura de capital das empresas (Colla *et al.*, 2013). Jensen e Meckling (1976) inicialmente definiram que as relações contratuais estão no cerne das empresas, sendo as relações com empregados, fornecedores, acionistas e clientes igualmente importantes para a continuidade operacional. Nesse contexto, os autores enfatizam que existem problemas de agência nessas relações e, consequentemente, é necessário um monitoramento eficaz de todos esses contratos para mitigar os custos decorrentes de conflitos de interesse entre os diferentes agentes. Além disso, Colla *et al.* (2013) destacaram a importância dos potenciais conflitos de interesse entre diferentes grupos de credores e como esses conflitos influenciam as decisões das empresas na escolha de fontes de financiamento.

Nesse cenário, considerando os custos que os investidores têm que assumir para obter informações na presença de assimetria de informações e conflitos de interesse, faz sentido incorrer nesses custos apenas quando existem incentivos suficientes, como um alto volume de recursos emprestados a uma empresa ou quando há um alto grau de divulgação de informações. Como resultado, estruturas de dívida e de gestão da empresa são criadas para mitigar problemas informacionais e promover incentivos ao monitoramento (Colla *et al.*, 2013).

Bolton e Scharfstein (1996) consideram crucial a relação entre o valor da empresa e a diversificação da dívida, e argumentam que a heterogeneidade da estrutura de dívida, juntamente com a presença de credores garantidos, desempenha um papel significativo no aumento do valor da empresa. Essa diversificação da dívida não apenas reduz o custo de capital, mas também facilita os processos de reestruturação financeira, o que resulta em uma maior valorização da empresa.

Rauh e Sufi (2010) também argumentam que a diversidade da dívida pode potencialmente aumentar o valor de uma empresa ao reduzir o risco, diminuir o custo de capital, melhorar a flexibilidade financeira e aprimorar a percepção dos investidores. No entanto, é importante notar que o impacto real da diversidade da dívida pode variar, dependendo de fatores como as circunstâncias específicas da empresa, a dinâmica da indústria e as condições de mercado vigentes. Rauh e Sufi (2010) sugerem que empresas com portfólios de dívida bem diversificados podem ser vistas de forma mais favorável pelos investidores, pois são percebidas como menos vulneráveis a riscos específicos ou a rupturas nos mercados financeiros. Essa percepção positiva pode levar a uma maior valorização de mercado para a empresa.

Colla *et al.* (2013) também consideram que a diversidade da dívida pode ter um impacto significativo no valor das empresas. Ela pode potencialmente diminuir o risco, reduzir o custo de capital, aumentar a flexibilidade financeira e reduzir os custos de agência, todos fatores que podem contribuir para um aumento no valor da empresa. No entanto, os efeitos específicos da diversidade da dívida no valor da empresa podem variar dependendo de fatores como o setor, as condições de mercado e a estratégia financeira geral da empresa.

Além de compreender a importância da heterogeneidade da dívida na literatura, existem estudos que examinam por que as empresas estruturam suas dívidas de formas distintas (Park, 2000; Bolton e Freixas, 2000). De acordo com Park (2000), estruturar diferentes contratos com credores pode servir como um mecanismo para reduzir os custos totais de monitoramento e também minimizar o risco moral. Em outras palavras, o uso de capital externo pelas empresas para financiar atividades mais arriscadas é possível ao usar o monitoramento para reduzir problemas decorrentes da assimetria de informações, servindo como um exemplo da motivação por trás do uso de várias formas de dívida pelas empresas.

Sob outra perspectiva, Bolton e Freixas (2000) argumentam que a principal diferença entre títulos de dívida (*bonds*) e o financiamento bancário reside na capacidade de monitoramento dos bancos. Assim, no caso de baixa rentabilidade da empresa e de uma possibilidade crescente de inadimplência, as instituições financeiras terão mais facilidade em projetar a rentabilidade futura e o fluxo de caixa da empresa devido ao monitoramento mais próximo, em comparação aos detentores de títulos. Dessa forma, os bancos podem tomar a melhor decisão para recuperar o capital investido.

Com base na literatura citada, é evidente que a presença de uma dívida mais diversificada pode ter um impacto direto nas empresas em termos de monitoramento. Nesse sentido, Jادیappa *et al.* (2020) afirmam que se pode esperar uma relação positiva entre a heterogeneidade da dívida e o valor de mercado das empresas, pois essa estrutura tende a mitigar os custos de agência e alterar o comportamento oportunista dos gestores durante o processo de tomada de decisão, aumentando o valor das empresas. Em resumo, o uso de diversas formas de dívida e de diferentes credores cria um ambiente de monitoramento mais eficaz, e tal monitoramento por diversos agentes pode ser considerado uma medida disciplinadora para as empresas.

No entanto, de outra perspectiva, há estudos que indicam um possível impacto negativo da presença de múltiplos credores nas empresas. De acordo com Carletti *et al.* (2007), empresas que possuem dívidas com várias instituições financeiras podem sofrer redução nas margens de lucro, além de ineficiências financeiras e legais devido a problemas relacionados à duplicação de monitoramento e a comportamentos de *free-riding*. Como sugerem Carletti *et al.* (2007), uma vez que o monitoramento é individualmente custoso e não observável, cada instituição bancária tem incentivo para reduzir seus esforços de monitoramento, acreditando que será compensada pelos benefícios do monitoramento realizado por outros credores.

Outros estudos também apresentam argumentos a favor de uma estrutura de dívida mais homogênea. Brunner e Krahnen (2008) argumentam que empresas com múltiplos credores podem enfrentar problemas significativos de coordenação em caso de necessidade de reestruturação financeira, com o potencial de aumento dos custos de monitoramento em um ambiente de inadimplência.

Sob uma perspectiva semelhante, Lou e Otto (2020) fornecem outro argumento a favor de uma estrutura de dívida mais homogênea, considerando que a participação e o montante emprestado por cada participante no grupo de credores tendem a ser menores em empresas com múltiplas relações de capital de terceiros. Nesse cenário, os credores teriam menos incentivo para monitorar e acompanhar a situação econômica e financeira, tornando-se, conseqüentemente, menos informados sobre os principais desenvolvimentos nas empresas investidas, o que impacta diretamente a qualidade e a eficiência das decisões estratégicas.

Em resumo, existem fatores que podem afetar o valor das empresas com maior diversificação em sua dívida, como ineficiências no monitoramento, a presença de comportamentos de *free-riding* e possíveis aumentos nos custos de coordenação em caso de inadimplência. Dessa forma, esses aspectos poderiam impactar negativamente o valor da empresa devido ao aumento dos custos de agência e de coordenação (Carletti *et al.*, 2007).

Portanto, este estudo tem como objetivo investigar a relação entre a heterogeneidade da dívida e o valor das empresas brasileiras, dada a divergência de entendimentos na literatura e as condições específicas do mercado nacional, que podem ser relevantes para a compreensão da estrutura de endividamento das empresas no país. Tendo em vista que as empresas brasileiras operam em um mercado de crédito com características particulares, como alta concentração bancária, a presença de bancos de desenvolvimento (como o BNDES) e taxas de juros variadas, e que a estrutura de endividamento das empresas impacta o valor da firma por meio de relações de agência e dos custos associados a conflitos de interesse entre credores e acionistas, é possível encontrar evidências distintas das identificadas em estudos anteriores.

Além disso, com base nas conclusões de Harvey *et al.* (2004) e reconhecendo a presença de grupos acionistas influentes que supervisionam as empresas de capital aberto no Brasil, acredita-se que haja uma menor propensão para comportamentos de *free-riding* no país. Portanto, considera-se que há melhores condições para a eficiência do monitoramento no Brasil por meio do uso de diferentes tipos de dívida, o que pode impactar o valor das empresas brasileiras.

Assim, este estudo propõe investigar a relação entre a heterogeneidade da dívida e as características das empresas com base nos mercados em que operam, partindo da hipótese de que a heterogeneidade da estrutura de dívida afeta o valor de mercado das empresas. Vale destacar que a maioria dos estudos não aborda diretamente essa hipótese, o que configura um aspecto inovador desse trabalho, especialmente considerando as particularidades dos mercados emergentes.

3 Dados

3.1 Dados e Amostra

A amostra consiste em empresas brasileiras listadas na bolsa de valores brasileira (B3). Os dados foram coletados na base de dados Capital IQ para o período de 2010 a 2021, com cada observação se referindo ao final do ano fiscal. Além disso, a base de dados Economatica também foi utilizada para a coleta de dados.

O primeiro passo foi excluir da base de dados Capital IQ as empresas do setor de utilidade pública [códigos da Classificação Industrial Padrão (CIP) 4900–4949] e as empresas financeiras (códigos CIP 6000–6999) devido às especificidades em seus formatos de financiamento. Como filtros adicionais, também foram excluídas as empresas com dívida zero, as empresas com patrimônio líquido negativo (devido à deterioração financeira dessas empresas, com potencial natural para queda de valor) e as empresas com menos de dois anos consecutivos de dados para análise.

Foram também removidas as empresas que não possuíam dados relacionados ao tipo de dívida utilizada em sua estrutura de endividamento na base de dados Capital IQ, considerando que essas empresas não permitem o cálculo da principal variável na modelagem proposta. Após a aplicação de todos os filtros, a amostra final foi composta por 206 empresas.

3.2 Medição da Heterogeneidade da Estrutura de Dívida

A primeira *proxy* é denominada Índice Herfindahl-Hirschman (HHI), a segunda medida utilizada é o índice Excl90 e, por fim, a métrica Ntype. Vale destacar que esses indicadores são utilizados nos estudos de Colla *et al.* (2013), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020), Mansi, Qi e Wald (2021) e Eça e Albanez (2022).

Em termos gerais, o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) é utilizado para cada empresa i em cada ano t , com seu cálculo realizado em duas etapas. A primeira etapa consiste em somar os quadrados da razão entre o volume das várias fontes de dívida presentes na base de dados Capital IQ e o montante total de dívida para cada empresa i ao longo dos anos t . Assim como em estudos anteriores, este estudo utilizou as sete classificações de dívida presentes no Capital IQ, conforme a equação (1).

$$SS_{it} = \left(\frac{CP}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{DC_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{TL_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{SBN_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{SUB_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{CL_{it}}{TD_{it}}\right)^2 + \left(\frac{Other_{it}}{TD_{it}}\right)^2 \quad (1)$$

SS_{it} é a soma dos quadrados das proporções dos sete tipos de dívida para a empresa i no ano t ; CP refere-se ao volume de papel comercial [*commercial papers*] emitido no mercado internacional ou doméstico; DC refere-se ao volume de linhas de crédito utilizadas; TL representa o volume de empréstimos a prazo (como linhas de capital de giro, financiamento de ativos fixos, operações de crédito fornecidas por bancos de desenvolvimento, contas garantidas e linhas de adiantamento em contratos de câmbio); SBN está relacionado ao montante de títulos e notas seniores emitidos no mercado doméstico e internacional; SUB é igual ao volume de títulos e notas subordinadas emitidos no mercado doméstico e internacional; CL refere-se ao volume de *leasing* financeiro; e Outros é igual ao volume de dívidas não categorizadas nas classificações previamente descritas; TD é a soma da dívida total das empresas.

Depois de obter os resultados do cálculo da Equação (1), a próxima etapa do índice HHI é derivada da Equação (2):

$$HHI_{it} = \frac{SS_{it} - 1/7}{1 - 1/7} \quad (2)$$

SS_{it} (soma dos quadrados) é obtida por meio das 7 categorias de dívida descritas na Equação (1).

O índice HHI varia de 0 a 1. Se a empresa utiliza apenas uma única categoria de dívida, o índice HHI será igual a 1, enquanto que se a empresa utiliza simultaneamente todas as sete categorias de dívida na mesma proporção, o índice HHI é igual a 0. Assim, quanto menor o índice, maior a diversificação da dívida da empresa.

Com o objetivo de avaliar a especialização econômica de uma empresa em um único tipo de dívida, o índice Excl90 será utilizado como um indicador alternativo ao HHI. O uso dessa *proxy* está em consonância com os estudos realizados por Colla *et al.* (2013), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020), Mansi *et al.* (2021) e Eça e Albanez (2022). Assim, o índice Excl90 é uma variável *dummy* para a empresa i no ano t , que assume o valor de 1 (um) quando a empresa apresenta mais de 90% de sua dívida concentrada em um único tipo de dívida, indicando homogeneidade, e 0 (zero) caso contrário.

Conforme proposto por Platikanova e Soonawalla (2020), para capturar o uso de diferentes categorias na estrutura de dívida de uma empresa, a métrica Ntype também é utilizada. O índice é composto por variáveis categóricas de acordo com a Equação (3).

$$NTYPE_{it} = (1,2,3,4,5,6,7) \quad (3)$$

Por meio das sete categorias de dívida presentes na base de dados Capital IQ, o índice varia de 1 (um) a 7 (sete). O valor mínimo de 1 (um) é atribuído quando a empresa possui apenas um tipo de dívida e o valor máximo de 7 (sete) para empresas que possuem todas as categorias de dívida em cada período.

3.3 Modelo Econométrico

Para testar a hipótese de pesquisa e avaliar o efeito da heterogeneidade da dívida sobre o valor da empresa, foram utilizados modelos de regressão com dados em painel com efeitos fixos. A variável dependente no modelo proposto é definida por diferentes *proxies* para o valor de mercado das empresas, uma vez que o valor da empresa reflete sua capacidade de proporcionar retornos satisfatórios para todas as partes interessadas [*stakeholders*]. Assim, são utilizadas 3 *proxies* para mensurar o valor de mercado das empresas, com o objetivo de proporcionar maior robustez aos resultados. Os modelos econométricos são construídos de acordo com a Equação geral (4) destacada a seguir.

$$ValorFirma_{it} = \beta_0 + \beta_1 HeterogeneidadeDívida_{it} + \beta_2 TAM + \beta_3 Div_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Liq_{it} + \beta_6 Risk_{it} + \beta_7 Rent_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A variável dependente, , é representada por três diferentes indicadores: Q de Tobin, índice Preço/Valor Patrimonial (P/B) e índice Valor de Mercado sobre Valor Contábil [*Market-to-Book*]. A variável explicativa,, é representada por três diferentes *proxies*: HHI, que se refere ao índice Herfindahl-Hirschman; EXCL90, que é o indicador de especialização da dívida, e NTYPE, que representa o índice de especialização da dívida.

Em relação às variáveis de controle: TAM refere-se ao tamanho da empresa; Div representa a distribuição de dividendos pelas empresas; Tang caracteriza a tangibilidade; Liq representa a liquidez de mercado das ações; Risk refere-se ao risco sistêmico das empresas, medido pelo índice Beta; Rent representa a rentabilidade das empresas; Lev é igual à alavancagem.

O coeficiente de interesse na Equação (4) é denotado como . De acordo com a hipótese proposta, espera-se que seja significativo, mas o sinal esperado do coeficiente não pode ser determinado *a priori*, podendo ser tanto positivo quanto negativo.

As variáveis incluídas nos modelos estão detalhadas na Tabela 1. Com o objetivo de proporcionar robustez aos achados, utilizamos diferentes *proxies* para as variáveis dependentes, de controle e explicativas, em modelos econométricos alternativos.

Tabela 1

Variáveis Dependentes e Explicativas

Variáveis Dependentes	Código	Operacionalização	Referência
Tobin's Q	<i>Tobin</i>	Valor de Mercado do Patrimônio Líquido + $q = \frac{\text{Dívida}}{\text{Ativos Totais}}$	Tobin (1969), Berger e Ofek (1995), Hennessy (2004), Jadyappa <i>et al.</i> (2020)
Preço/Valor Patrimonial	<i>P/B</i>	Valor de Mercado do Patrimônio Líquido sobre Valor Contábil do Patrimônio Líquido	Fama e French (1993), Jensen, Johnson e Mercer (1997), Hilliard e Zhang (2015)
Valor de Mercado em relação ao valor contábil [<i>Market-to-Book</i>]	<i>M/B</i>	Valor de Mercado dos Ativos Totais sobre o Valor Contábil dos Ativos Totais	Berger e Ofek (1995), Schlingemann <i>et al.</i> (2002), Albanez e Schiozer (2022)
Variáveis Explicativas	Código	Operacionalização	Referência
Índice Herfindahl-Hirschman	<i>IHH</i>	Como apresentado na subseção 3.2	Colla <i>et al.</i> (2013), Giannetti (2019), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020)
Índice EXCL90	<i>EXCL90</i>	<i>Dummy</i> igual a 1 para empresas com mais de 90% da dívida concentrada em apenas um tipo, e 0 caso contrário.	Colla <i>et al.</i> (2013), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020)
Índice de especialização da dívida	<i>Ntype</i>	Variável categórica variando de 1 a 7, representando o número de categorias distintas de dívida das empresas.	Platikanova e Soonawalla (2020)

Variáveis de Controle	Código	Operacionalização	Referência
TAM	<i>TAM_1</i>	Logaritmo natural do total de ativos	Cameran e Campa (2020), Lin <i>et al.</i> (2019), Mansi <i>et al.</i> (2021)
	<i>TAM_2</i>	Logaritmo natural do total de receitas	
Dividendo	<i>Div_1</i>	Dividendos pagos em relação ao total de ativos	Albanez e Schiozer (2022), Colla <i>et al.</i> (2013)
	<i>Div_2</i>	Dividendos por ação sobre o preço da ação	
Tangibilidade	<i>Tang</i>	Ativos fixos em relação ao total de ativos	Colla <i>et al.</i> (2013), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020)
Liquidez	<i>Liq</i>	Volume de ações negociadas no ano em relação ao total de ações disponíveis	Batten e Vo (2019), Bekaert, Harvey e Lundblad (2007), Tran, Hoang e Tran (2018)
Risco	<i>Risk</i>	Beta de mercado do ativo, que é igual ao coeficiente angular da regressão linear entre o retorno anual das ações e o retorno anual do índice de mercado (Ibovespa) nos últimos 60 meses, calculado pela Capital IQ.	Chen, Xu e Yang (2021); Lameira, Ness Jr e Macedo-Soares (2007); Peixoto (2012)
Rentabilidade	<i>Rent_1</i>	EBITDA em relação ao total de ativos	Colla <i>et al.</i> (2013), Lou e Otto (2020), Platikanova e Soonawalla (2020)
	<i>Rent_2</i>	Lucro líquido em relação ao total de ativos (ROA)	
Alavancagem	<i>Lev</i>	Dívida total em relação ao total de ativos	Cameran e Campa (2020), Mansi <i>et al.</i> (2021), Platikanova e Soonawalla (2020)

Nota: A dívida total é a soma dos passivos circulantes e de longo prazo com encargos financeiros; EBITDA representa o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização; o ROA refere-se ao Retorno sobre Ativos, medido pela razão entre o lucro líquido e o total de ativos; o valor de mercado do patrimônio líquido é definido como a soma da quantidade de ações multiplicada pelo preço de cada classe de ações, obtido na Economatica; Dívida é o valor contábil dos passivos circulantes menos os ativos circulantes, acrescido do valor contábil das dívidas de longo prazo; o valor de mercado dos ativos é definido como o total de ativos menos o patrimônio contábil mais o patrimônio de mercado. As informações referentes aos itens dos demonstrativos financeiros das empresas, necessárias para elaboração das principais variáveis do modelo, foram extraídas do banco de dados Capital IQ.

Ressalta-se que a escolha do modelo de efeitos fixos com erros-padrão robustos agrupados, em vez do modelo de efeitos aleatórios, deve-se à premissa teórica desse último, que assume a inexistência de correlação entre a heterogeneidade não observada da regressão e as demais variáveis independentes. De acordo com Angrist e Pischke (2008), essa suposição pode ser considerada irrealista em estudos no campo das finanças. No entanto, embora haja consenso na literatura financeira sobre a maior adequação do modelo de efeitos fixos, dadas suas premissas teóricas, foi realizado o teste de Hausman, que também confirmou a escolha do modelo de efeitos fixos.

Ademais, as variáveis métricas foram winsorizadas nos percentis de 2,5% e 97,5% para mitigar o efeito de *outliers*. A possível presença de problemas de multicolinearidade foi verificada por meio de análises de correlação entre as variáveis explicativas.

4. Resultados

4.1 Análise Descritiva

A Tabela 2 apresenta os resultados das estatísticas descritivas para todas as variáveis utilizadas nos modelos e para as variáveis usadas na medida do HHI.

Tabela 2

Estatísticas Descritivas

Variáveis usadas nos modelos							
Variável	Observações	Média	DP	Min	Max	Q25	Q75
TOBIN	1204	0,870	0,790	0,023	2,675	0,365	1,142
P/B	1204	4,503	4,765	0,023	8,731	0,232	3,895
M/B	1204	1,877	0,844	1,060	4,647	1,291	2,134
EXCL90	1204	0,278	0,443	0,000	1,000	0,000	1,000
NTYPE	1204	3,002	1,150	1,000	6,000	2,000	4,000
HHI	1204	0,582	0,261	0,111	1,000	0,380	0,817
TAM_1	1204	7,270	15,831	0,026	22,722	0,554	4,758
TAM_2	1204	11,161	20,517	0,118	31,684	1,061	9,284
DIV_1	1204	0,027	0,026	0,000	0,100	0,000	0,023
DIV_2	1204	0,435	0,994	0,000	5,272	0,000	0,382
TANG	1204	0,255	0,209	0,000	0,729	0,077	0,356
LIQ	1204	0,058	0,092	0,011	0,477	0,021	0,068
RISK	1204	0,589	0,620	-0,572	2,313	0,173	0,879
RENT_1	1204	0,097	0,085	-0,100	0,252	0,042	0,140
RENT_2	1204	0,193	0,149	-0,012	0,596	0,100	0,263
LEV	1204	0,315	0,187	0,019	0,718	0,188	0,427
Variáveis usadas na medida HHI							
CP/TD	1204	0,009	0,024	0,000	0,026	0,003	0,014
DC/TD	1204	0,017	0,027	0,000	0,033	0,005	0,025
SBN/TD	1204	0,213	0,076	0,082	0,346	0,167	0,256
SUB/TD	1204	0,030	0,009	0,000	0,056	0,007	0,033
TL/TD	1204	0,667	0,115	0,521	0,932	0,624	0,789
CL/TD	1204	0,048	0,055	0,000	0,097	0,011	0,067
OUTRO/TD	1204	0,017	0,047	0,000	0,093	0,007	0,035

Nota: O cálculo das variáveis utilizadas nos modelos foi detalhado na Tabela 1; CP/TD: Papel comercial dividido pela dívida total; DC/TD: linhas de crédito utilizadas divididas pela dívida total; SBN/TD: Títulos Seniores [*Senior Bonds*] divididos pela dívida total; SUB/TD: Títulos Subordinados pela dívida total; TL/TD: Empréstimos a prazo divididos pela dívida total; CL/TD: *leasing* financeiro dividido pela dívida total; OUTRO/TD: dívida não categorizada nas classificações previamente descritas, dividida pela dívida total.

Em relação aos principais resultados da Tabela 2, destacam-se os valores obtidos para as principais variáveis explicativas. Em média, a variável HHI apresentou um valor de 58,2%. De acordo com Póvoa e Nakamura (2014), empresas com estruturas de dívida heterogêneas tendem a ter esse índice abaixo de 70% no cenário brasileiro. Portanto, pode-se concluir que as empresas da amostra tendem a apresentar uma maior heterogeneidade em suas dívidas. Na comparação, o nível de diversificação da dívida dentro da amostra brasileira parece estar em conformidade com, ou até superar, o observado em economias desenvolvidas. Segundo Colla *et al.* (2013), o HHI médio no mercado dos EUA é de 0,70, enquanto, com base nos achados de Lou e Otto (2020), o HHI médio é de 0,66.

A análise descritiva revela que a amostra do estudo inclui empresas que variam desde aquelas com total concentração em um único tipo de dívida ($HHI = 1$) até empresas com alavancagem de terceiros significativamente heterogênea, com indicadores próximos de 0 ($HHI = 0,11$). Nota-se também que o tipo de dívida mais utilizado são os empréstimos a prazo (como linhas de capital de giro, financiamento de ativos fixos, operações de crédito fornecidas por bancos de desenvolvimento, contas garantidas e linhas de adiantamento em contratos de câmbio), além de títulos e notas sêniores emitidas no mercado doméstico e internacional.

Para aprofundar a análise do grau de alavancagem das empresas listadas no país, foi realizada uma avaliação dos percentis Q25 e Q75 como parte da análise descritiva. As estatísticas descritivas para a variável HHI indicam que, além da presença de empresas com níveis distintos e opostos de heterogeneidade da dívida, há uma boa distribuição na estrutura de dívida das empresas, com valores de 0,38 e 0,82 para Q25 e Q75, respectivamente.

Tendo em vista que, por definição, a variável HHI tem um valor mínimo de 0 e um valor máximo de 1, e que os valores obtidos para os percentis Q25 e Q75 estão razoavelmente distantes e distribuídos por uma porção considerável do intervalo da variável, observa-se que as empresas brasileiras utilizam diferentes níveis e concentrações de dívida por tipo. Assim, apesar da tendência para uma estrutura de dívida mais diversificada com base na média da variável HHI, o grau de heterogeneidade está bem distribuído entre as empresas brasileiras, sem uma concentração significativa.

De forma semelhante, a variável explicativa NTYPE indica que, em média, as empresas utilizam aproximadamente três diferentes tipos de dívida para financiar suas atividades. No entanto, assim como indicado pelo índice HHI, há diferentes graus de heterogeneidade na amostra. A variável categórica NTYPE pode assumir valores de 1 a 7, sendo atribuído o valor um (1) quando a empresa possui apenas um tipo de dívida e sete (7) quando utiliza todas as formas distintas de financiamento de capital de terceiros.

Assim, com base no valor máximo de seis (6) obtido para a variável NTYPE, observa-se que há empresas com alta utilização de diferentes tipos de dívida, mas nenhuma empresa na amostra utiliza todos os sete (7) tipos de dívida detalhados na literatura e disponíveis para captação de capital no mercado brasileiro. O valor mínimo de um (1) nas estatísticas descritivas indica a presença de empresas que utilizam apenas um tipo de dívida.

O índice HHI, os percentis Q25 e Q75 da variável NTYPE, e máximo e mínimo, indicam a ausência de concentração no uso de dívidas pelas empresas brasileiras de capital aberto, com Q25 representando o uso de 2 fontes distintas de capital de terceiros e Q75 destacando o uso de 4 tipos de dívida.

Por fim, observa-se que apenas 28% das empresas possuem mais de 90% de sua dívida concentrada em apenas uma categoria, como indicado pela variável *dummy* EXCL90.

4.2 Análise de Modelos de Dados em Painel

As Tabelas 3 e 4 diferem no uso de diferentes *proxies* para as variáveis de controle empregadas no modelo econométrico. Na Tabela 3, os resultados foram obtidos utilizando as primeiras opções para as variáveis de controle: TAM_1, dividendo_1 e rentabilidade_1. Em relação aos resultados encontrados para as variáveis dependentes, as colunas (1), (2) e (3) estão associadas às estimativas produzidas para a *proxy* do Q de Tobin (TOBIN). Além disso, as colunas (4), (5) e (6) apresentam os valores para o índice Preço/Valor Patrimonial (P/B), e as últimas colunas, (7), (8) e (9), estão relacionadas ao índice Valor de Mercado sobre Valor Contábil [*Market-to-Book*] (M/B).

As colunas (1), (4) e (7) apresentam os resultados das estimativas com o Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) como variável independente. Nas colunas (2), (5) e (8), as estimativas são para o Índice EXCL90 como variável independente. Por fim, as colunas (3), (6) e (9) mostram os resultados das estimativas para o Índice de Especialização da Dívida (NTYPE).

Tabela 3

Regressão em Panel com Efeitos Fixos

	TOBIN			P/B			M/B		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
HHI	-0,042** (0,072)			-0,053** (0,079)			-0,039** (0,075)		
EXCL90		-0,037* (0,040)			-0,058*** (0,342)			-0,038* (0,041)	
NTYPE			0,009** (0,020)			0,027** (0,172)			0,013** (0,021)
TAM_1	0,142** (0,032)	0,141** (0,032)	0,143** (0,032)	1,393*** (0,274)	1,352*** (0,275)	1,361*** (0,276)	0,125** (0,033)	0,124** (0,033)	0,124** (0,033)
DIV_1	4,692*** (0,827)	4,698*** (0,826)	4,700*** (0,828)	22,661*** (7,134)	23,049*** (7,137)	22,974*** (7,150)	4,858*** (0,862)	4,862*** (0,862)	4,846*** (0,864)
RENT_1	2,651*** (0,287)	2,647*** (0,288)	2,658*** (0,287)	4,501* (2,481)	4,642* (2,484)	4,626* (2,482)	2,935*** (0,300)	2,931*** (0,300)	2,940*** (0,300)
TANG	0,979*** (0,209)	0,972*** (0,209)	0,967*** (0,208)	1,020 (1,805)	0,807 (1,801)	0,818 (1,801)	0,516** (0,218)	0,512** (0,218)	0,509** (0,217)
RISK	0,022 (0,024)	0,022 (0,024)	0,022 (0,024)	-0,071 (0,206)	-0,079 (0,206)	-0,079 (0,206)	0,022 (0,025)	0,021 (0,025)	0,021 (0,025)
LIQ	0,899*** (0,214)	0,904*** (0,214)	0,893*** (0,214)	3,825** (1,845)	3,677** (1,849)	3,702** (1,845)	1,014*** (0,223)	1,019*** (0,223)	1,012*** (0,223)
LEV	-0,023* (0,148)	-0,027* (0,148)	-0,014* (0,148)	-5,163** (1,279)	-4,887** (1,281)	-4,938** (1,282)	-0,721** (0,155)	-0,716** (0,155)	-0,720** (0,155)
Observações	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204
R ²	0,749	0,749	0,749	0,848	0,847	0,847	0,756	0,756	0,756
R ² Ajustado	0,695	0,695	0,695	0,815	0,814	0,814	0,704	0,704	0,704
F estatística	13,87	13,86	13,83	25,85	25,80	25,78	14,41	14,44	14,39
p-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Efeitos Fixos da Firma	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Efeitos Fixos do Ano	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Teste Hausman									
Chi2	54,06	51,53	64,96	49,06	47,02	26,28	43,27	39,94	38,58
Prob>chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000

Notas: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01; O cálculo das variáveis foi detalhado na Tabela 1. TOBIN: Indicador Q de Tobin; P/B: Relação Preço/Valor Patrimonial; M/B: Relação Valor de Mercado/Valor Contábil; EXCL90: Índice de especialização econômica, calculado usando uma variável *dummy* igual a 1 quando há 90% ou mais de concentração em um único tipo de dívida; NTYPE: Índice de especialização da dívida, desenvolvido a partir de variáveis categóricas que variam de 1 a 7; HHI: Índice Herfindahl-Hirschman, uma *proxy* para a heterogeneidade da estrutura da dívida; TAM_1: igual ao logaritmo natural do total de ativos; DIV_1: dividendos, igual ao montante de dividendos pagos sobre o total de ativos; TANG: tangibilidade; LIQ: liquidez; RENT_1: rentabilidade, igual ao EBITDA sobre o total de ativos; LEV: alavancagem, igual ao total da dívida sobre o total de ativos.

Com base nos coeficientes apresentados na Tabela 3, duas das três principais variáveis de interesse, HHI e EXCL90, apresentaram valores negativos e significativos em relação às *proxies* para o valor de mercado das empresas brasileiras. Em outras palavras, quanto mais a homogênea a dívida, menor é a precificação das ações das empresas analisadas, ou seja, empresas com dívida mais heterogênea possuem um valor de mercado mais elevado, destacando o impacto do uso de diferentes formas de financiamento na geração de valor para as empresas.

Por exemplo, com base nos estimadores de regressão apresentados na Tabela 3, uma redução de 0,10 no Índice Herfindahl-Hirschman (HHI) está associada a um aumento de 0,0042 no valor de mercado calculado pela *proxy* TOBIN, ou a um aumento de 0,0053 pela métrica P/B, e finalmente, a um acréscimo de 0,0039 no índice M/B. Da mesma forma, a Tabela 3 também apresenta uma relação negativa entre o indicador EXCL90 e o valor de mercado das empresas. Essa *proxy* representa o grau de especialização das empresas no uso de diferentes tipos de dívida. De acordo com os resultados obtidos, quando uma empresa depende excessivamente de um tipo específico de dívida (EXCL90 = 1), há, em média, uma redução de 0,037 em seu valor de mercado medido pela métrica Q de Tobin; as *proxies* P/B e M/B indicam a mesma relação negativa e significativa. Por exemplo, empresas com um alto grau de homogeneidade da dívida (EXCL90 = 1) apresentam, em média, uma redução de 0,058 e 0,038 em seu valor de mercado, respectivamente.

Vale destacar que a variável independente NTYPE, apesar de ter sinal oposto às outras (HHI e EXCL90), apresenta resultados semelhantes aos apresentados pelas demais variáveis explicativas. Por definição, NTYPE é composta por variáveis categóricas com valores que variam de um (1) a sete (7), sendo igual a um (1) quando apenas um tipo de dívida é utilizado, e igual a sete (7) quando todos os tipos de dívida destacados neste estudo são utilizados. Assim, os valores positivos e significativos dos estimadores da variável NTYPE indicam que um aumento na heterogeneidade da dívida está relacionado a um aumento no valor de mercado das empresas, resultado consistente com as outras *proxies* de heterogeneidade.

Em resumo, os resultados mostram que uma maior diversificação nos tipos de dívida está associada a um aumento no valor de mercado da empresa, conforme indicado pelos resultados apresentados para todas as *proxies* de heterogeneidade da dívida.

Os resultados da Tabela 3 são consistentes com Kysucky e Norden (2016) e Platikanova e Soonawalla (2020), e indicam uma relação positiva e significativa com o valor da empresa. De acordo com Kysucky e Norden (2016) e Platikanova e Soonawalla (2020), empresas com um perfil de dívida mais diversificado possuem relações com múltiplos credores. Consequentemente, elas ganham maior poder de negociação na obtenção de crédito, beneficiando-se de melhores condições, taxas e prazos, o que pode impactar positivamente o valor da empresa.

Portanto, de acordo com Bolton e Scharfstein (1996) e Colla *et al.* (2013), os resultados deste estudo podem ser explicados pelo papel da diversificação da dívida na redução dos custos de falência, ou seja, a heterogeneidade da dívida e a presença de credores garantidos podem aumentar o valor da empresa. Isso ocorre tanto pela redução do custo de capital quanto pela facilitação dos processos de reestruturação financeira.

Especificamente no contexto brasileiro, as evidências encontradas por Eça e Albanez (2022) sugerem que empresas com perfis de dívida heterogêneos apresentam menores custos de crédito. Portanto, considerando que o custo do crédito é relevante para o processo decisório de investidores, empresas com um perfil de dívida mais diversificado tendem a ter um valor de mercado superior em comparação às demais.

Por outro lado, os principais resultados deste estudo diferem dos de Carletti *et al.* (2007) e Jادیappa *et al.* (2020), que apresentam evidências de outros mercados indicando uma relação negativa entre a heterogeneidade da dívida e o valor da empresa. O principal argumento para uma associação negativa entre as variáveis destaca a possibilidade de redução da eficácia do monitoramento de empresas que utilizam vários tipos de dívida. Portanto, a menor eficiência no monitoramento ocorreria devido à presença de credores que adotam comportamentos de *free-riding* e ao potencial aumento nos custos de coordenação em caso de inadimplência em empresas que utilizam uma estrutura de dívida diversificada. Assim, como essas características são relevantes para o processo decisório dos investidores, a precificação das empresas com maior heterogeneidade de dívida tenderia a ser reduzida.

Particularmente no contexto brasileiro, considerando as características do mercado de crédito nacional, como alta concentração bancária, a presença de linhas de crédito subsidiadas e taxas de juros acima da média mundial, acredita-se que há uma menor probabilidade de comportamentos de *free-riding*. De acordo com Stigler (1974), o tamanho do grupo é uma característica relevante para observar comportamentos de *free-riding* entre seus participantes. A presença de uma pouca competição entre bancos privados e a existência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) oferecem uma possível explicação para os resultados. Além disso, com base nas evidências encontradas por Harvey *et al.* (2004) e considerando que há uma concentração de grupos acionistas relevantes no controle de empresas de capital aberto no Brasil, acredita-se que haveria uma menor propensão ao comportamento de *free-riding*.

A Tabela 4 apresenta os resultados do modelo econométrico alternativo, utilizando outras *proxies* para as variáveis de controle (resultados omitidos): TAM2, dividendos2 e rentabilidade2. O modelo mostra resultados semelhantes aos da Tabela 3, indicando que uma maior diversificação do perfil de dívida leva a um maior valor de mercado para as empresas brasileiras.

Tabela 4

Regressão em Painel com Efeitos Fixos (Variáveis de Controle Alternativas)

	TOBIN			P/B			M/B		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
HHI	-0.043** (0.074)			-1.238*** (0.614)			-0.032** (0.077)		
EXCL90		-0.037** (0.040)			-0.083** (0.338)			-0.033** (0.042)	
NTYPE			0.013** (0.020)			0.139** (0.170)			0.017* (0.021)
Observações	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204	1.204
R ²	0.737	0.737	0.737	0.851	0.851	0.851	0.746	0.746	0.746
R ² Ajustado	0.681	0.681	0.681	0.819	0.819	0.819	0.692	0.692	0.692
F estatística	13.03	13.04	13.03	26.62	26.50	26.52	13.67	13.68	13.66
p-valor	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Efeitos Fixos da Firma	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Efeitos Fixos de Ano	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Teste Hausman									
Chi2	34,45	36,85	41,78	43,57	41,71	39,02	47,25	53,22	15,01
Prob>chi2	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,008

Notas: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01; O cálculo das variáveis foi detalhado na Tabela 1. TOBIN: indicador Q de Tobin; P/B: razão Preço-Valor Patrimonial; M/B: razão Mercado-Valor Patrimonial; EXCL90: índice de especialização econômica, calculado com uma variável *dummy* igual a 1 quando há 90% ou mais de concentração em um único tipo de dívida; NTYPE: índice de especialização de dívida, desenvolvido a partir de variáveis categóricas que variam de 1 a 7; HHI: índice Herfindahl-Hirschman, uma proxy para a heterogeneidade da estrutura de dívida.

Portanto, em termos gerais, isso significa que mudanças nos níveis de diversificação da dívida levam a variações nos preços das ações de empresas de capital aberto no Brasil, o que confirma a hipótese de pesquisa. Embora existam visões divergentes sobre o impacto da heterogeneidade da dívida no valor da empresa ao se considerar a Teoria da Agência e os problemas de *free-riding*, os resultados indicam uma relação positiva e significativa entre a heterogeneidade da dívida e o valor de mercado das empresas nos diferentes modelos testados.

Ao contrário de estudos semelhantes conduzidos em diferentes mercados de crédito (Carletti *et al.*, 2007; Jادیappa *et al.*, 2020; Tripathy e Uzma, 2022), os coeficientes estimados neste estudo apresentam sinais opostos aos encontrados na literatura. Diferentemente dos valores apresentados para o mercado brasileiro, não há estudos em outros países que apontem uma relação positiva e significativa entre a heterogeneidade da dívida e o valor de mercado das empresas. Explicações possíveis podem considerar as especificidades do mercado brasileiro, como a presença de poucas instituições financeiras, a relevante concentração de grupos acionistas no controle de empresas de capital aberto, a alta relevância das linhas de crédito subsidiadas e o elevado custo do crédito.

Além de abordar uma área menos explorada na literatura, os coeficientes apresentados neste estudo trazem considerações relevantes para o processo decisório referente a finanças corporativas. Ao explorar pela primeira vez no Brasil a relação entre a estrutura de dívida e o valor de mercado das empresas, este trabalho permitiu comparar os resultados obtidos no contexto nacional com aqueles obtidos por estudos semelhantes conduzidos em outros países (Dinamarca, Índia e Indonésia). Dessa forma, este estudo amplia as discussões sobre a relevância das características específicas do mercado de crédito na escolha das fontes de financiamento pelas empresas.

5. Conclusões

O principal objetivo deste trabalho foi investigar o impacto da diversificação da dívida no valor de mercado de empresas brasileiras não financeiras no período de 2010-2021, utilizando uma base de dados composta por empresas brasileiras listadas na bolsa de valores do Brasil. Modelos de regressão com dados em painel foram estimados, com a variável dependente representada pelo valor de mercado das empresas por meio de três diferentes *proxies* e as variáveis explicativas por três diferentes índices de heterogeneidade, além de variáveis de controle específicas das empresas.

Os principais resultados indicam que um aumento na heterogeneidade da estrutura de dívida está associado a um aumento no valor de mercado das empresas brasileiras. Com base nas principais análises realizadas e na literatura anterior, acredita-se que, devido às características específicas do mercado de crédito local, a associação entre a diversificação da dívida e o valor de mercado das empresas difere da relação negativa observada em outros mercados.

Apesar do alto grau de desenvolvimento do mercado de crédito no Brasil, vale destacar as seguintes peculiaridades do cenário nacional: alta concentração bancária, participação significativa de bancos de desenvolvimento por meio de linhas de crédito subsidiadas, concentração relevante de acionistas e custo de crédito mais elevado em comparação à média global. Ao considerar as características brasileiras, parece haver uma probabilidade reduzida de comportamento de *free-riding* no país. A possível explicação para os resultados apresentados baseia-se no estudo de Stigler (1974), no qual o autor afirma que o tamanho do grupo está diretamente associado à existência de comportamento de *free-riding*. Consequentemente, credores e investidores estão cientes dos menores riscos associados ao monitoramento e ao acompanhamento de empresas ao investir em empresas brasileiras.

De modo geral, os resultados destacam o papel da estrutura de dívida das empresas no processo de maximização do valor de mercado. Assim, ao apresentar evidências empíricas inéditas no Brasil, que diferem dos resultados obtidos em outros mercados sobre a relação entre estrutura de dívida e valor de mercado das empresas, este estudo pode apoiar o processo decisório de acionistas, gestores e investidores. A partir do pressuposto de que as decisões de financiamento visam otimizar a criação de valor sobre o capital investido, o uso de um perfil de dívida heterogêneo pode significar a maximização do valor de mercado das empresas no contexto brasileiro.

Referências

- Albanez, T., & Schiozer, R. F. (2022). The signaling role of covenants and the speed of capital structure adjustment under poor creditor rights: Evidence from domestically and cross-listed firms in Brazil. *Journal of Multinational Financial Management*, 63, 100704. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100704>
- Angrist, J. D., & Pischke, J. S. (2008). *Mostly harmless econometrics*. Princeton university press. <https://doi.org/10.1515/9781400829828-010>
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). Determinants of bank profitability - Evidence from Vietnam. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(6), 1417-1428. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1524326>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets. *The review of financial studies*, 20(6), 1783-1831. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.424480>
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00798-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00798-6)
- Bolton, P., & Freixas, X. (2000). Equity, bonds, and bank debt: Capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. *Journal of Political Economy*, 108(2), 324-351. <https://doi.org/10.1086/262121>
- Bolton, P., & Scharfstein, D. S. (1996). Optimal debt structure and the number of creditors. *Journal of Political Economy*, 104(1), 1-25. <https://doi.org/10.1086/262015>
- Brunner, A., & Krahnen, J. P. (2008). Multiple lenders and corporate distress: Evidence on debt restructuring. *The Review of Economic Studies*, 75(2), 415-442. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2008.00483.x>
- Cameran, M., & Campa, D. (2020). Voluntary IFRS Adoption by Unlisted European Firms: Impact on Earnings Quality and Cost of Debt. *The International Journal of Accounting*, 55(03), 2050013. <https://doi.org/10.1142/S1094406020500134>
- Carletti, E., Cerasi, V., & Daltung, S. (2007). Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring. *Journal of Financial Intermediation*, 16(3), 425-451. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.03.001>
- Chen, H., Xu, Y., & Yang, J. (2021). Systematic risk, debt maturity, and the term structure of credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 139(3), 770-799. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.09.002>
- Colla, P., Ippolito, F., & Li, K. (2013). Debt specialization. *The Journal of Finance*, 68(5), 2117-2141. <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12052>
- Diamond, D. W. (1991). *Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt*. *Journal of political Economy*, 99(4), 689-721. <http://dx.doi.org/10.1086/261775>
- Eça, J. P. A., & Albanez (2022). A heterogeneidade da estrutura de dívida reduz o custo de capital? *Revista Contabilidade & Finanças*, 33(90), e1428. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20211428.pt>
- Eça, J. P. A., Gomes, M. da C., & Valle, M. R. do. (2022). Estrutura de dívida e seus determinantes: uma análise das grandes indústrias brasileiras. *Revista Contemporânea De Contabilidade*, 19(50), 143-160. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2022.e79533>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Giannetti, C. (2019). Debt specialization and performance of European firms. *Journal of Empirical Finance*, 53, 257-271. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.07.008>

- Harvey, C. R., Lins, K. V., & Roper, A. H. (2004). The effect of capital structure when expected agency costs are extreme, *Journal of Financial Economics*, 74(1), 3-30. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.003>
- Hennessy, C. A. (2004). Tobin's Q, debt overhang, and investment. *The Journal of Finance*, 59(4), 1717-1742. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00677.x>
- Hilliard, J., & Zhang, H. (2015). Size and price-to-book effects: Evidence from the Chinese stock markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 40-55. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.02.003>
- Ivashina, V., Iverson, B., & Smith, D. C. (2016). The ownership and trading of debt claims in Chapter 11 restructurings. *Journal of Financial Economics*, 119(2), 316-335. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.09.00>
- Jadiyappa, N., Hickman, L. E., Jyothi, P., Vunyale, N., & Sireesha, B. (2020). Does debt diversification impact firm value? Evidence from India. *International Review of Economics & Finance*, 67, 362-377. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.02.002>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, G. R., Johnson, R. R., & Mercer, J. M. (1997). New evidence on size and price-to-book effects in stock returns. *Financial Analysts Journal*, 53(6), 34-42. <https://doi.org/10.2469/faj.v53.n6.2128>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- John, K., Kaviani, M., Kryzanowski, L., & Maleki, H. (2018). Do country-level creditor protections affect firm-level debt structure concentration? *Review of Finance*, 25(6), 1677-1725. <https://doi.org/10.1093/rof/rfab011>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Kysucky, V., & Norden, L. (2016). The benefits of relationship lending in a cross-country context: A meta-analysis. *Management Science*, 62(1), 90-110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2088>
- Lameira, V. J., Ness Junior, W. L., & Macedo-Soares, T. D. L. A. (2007). Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1), 64-73. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072007000100006>
- Lou, Y., & Otto, C. A. (2020). Debt heterogeneity and covenants. *Management Science*, 66(1), 70-92. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3141>
- Mansi, S. A., Qi, Y., & Wald, J. K. (2021). Bond covenants, bankruptcy risk, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101799. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101799>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Park, C. (2000). Monitoring and structure of debt contracts. *The Journal of finance*, 55(5), 2157-2195. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00283>.
- Peixoto, F. M. (2012). Governança corporativa, desempenho, valor e risco: estudo das mudanças em momentos de crise. Tese de doutorado em administração. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte. <http://hdl.handle.net/1843/BUBD-92MJUW>
- Platikanova, P., & Soonawalla, K. (2020). Who monitors opaque borrowers? Debt specialisation, institutional ownership, and information opacity. *Accounting & Finance*, 60(2), 1867-1904. <https://doi.org/10.1111/acfi.12518>

- Póvoa, A. C. S., & Nakamura, W. T. (2015). Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(25), 03-26. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n25p03>
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of finance*, 47(4), 1367-1400. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04662.x>
- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-4280. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq095>
- Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (2002). Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets. *Journal of financial Economics*, 64(1), 117-144. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00073-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00073-9)
- Stigler, G. J. (1974). Free riders and collective action: An appendix to theories of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 5(2), 359-365. <https://doi.org/10.2307/3003114>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Tran, L. T. H., Hoang, T. T. P., & Tran, H. X. (2018). Stock liquidity and ownership structure during and after the 2008 Global Financial Crisis: Empirical evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, 37, 114-133. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.07.001>
- Tripathy, A., & Uzma, S. H. (2022). Does debt heterogeneity impact firm value? Evidence from an emerging context. *South Asian Journal of Business Studies*, 11(4), 471-488. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-06-2020-0179>

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.

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.

Consequentemente, 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	Souza <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						
$ERRO_{it} = \beta_1 + \beta_2 GR_{it} + \beta_3 Dummy_SUSP_{it} + \beta_4 Dummy_SUSP_{it} \times GR_{it} + \beta_5 Dummy_ADR_{it} + \beta_6 Dummy_BIG4_{it} + \beta_7 Dummy_SegList_{it} + \beta_8 TAM_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} ALAV_{it} + \varepsilon_{it}$						
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4 ⁽¹⁾	Modelo 5	Modelo 6
Variável	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 discricionárias, 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 Nº 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.adiaac.2018.09.001>.

Diretrizes aos Autores

1. Regras para submissão de artigos

Para submissão de artigos à Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade - REPeC, os autores devem seguir as normas e critérios definidos pela REPeC. A partir de Janeiro de 2013 são seguidas as normas da *American Psychological Association* (APA) no que se refere às citações e referências bibliográficas. Serão rejeitadas as submissões que não estiverem de acordo com as normas.

Os artigos submetidos à Revista devem ser inéditos, ou seja, não terem sido publicados ou enviados a outro periódico.

Os artigos podem ser redigidos em português ou inglês, com no mínimo 5.000 e máximo 9.000 palavras, incluindo tabelas, figuras, notas e referências. São permitidos, no máximo, 5 (cinco) autores por artigo. Todos os artigos aprovados serão traduzidos e publicados nas duas línguas: português e inglês.

Os artigos que contiverem Tabelas ou Figuras, estas devem estar em formato que permitam ser editadas. Caso algumas dessas Tabelas ou Figuras tenham sido importadas de outros programas, como Excel, Power Point etc., deve ser enviado também o arquivo de origem como Arquivo Complementar.

Não usar expressões como id., ibid., op. cit., loc. cit. e assemelhadas, ou notas de referência e de rodapé. São admitidas notas no final do texto, no entanto, devem ser evitadas.

A submissão dos artigos deve ser de forma eletrônica pelo site www.repec.org.br. Ao final da submissão será enviada mensagem eletrônica por e-mail com a confirmação do recebimento do artigo.

2. Conteúdo e formatação dos artigos

Para submissão, os artigos devem conter:

- o **título** no idioma de origem do artigo (português ou inglês) sem identificação do(s) autor(es);
- um **resumo** no idioma de origem do artigo (português ou inglês) em no mínimo 150 e máximo de 200 palavras, espaço simples entre linhas, composto pelos seguintes elementos, conforme Quadro abaixo: **Objetivo, Método, Resultados e Contribuições**. Ao final do resumo devem ser inseridas de **três a cinco palavras-chave**;

Objetivo: este estudo teve o objetivo de investigar a relevância da educação e da pesquisa em contabilidade para o crescimento da economia brasileira durante a primeira década do século XXI.

Método: na coleta de dados para a sua realização, este estudo contou com um questionário estruturado elaborado a partir da literatura pertinente, o qual foi testado e aplicado a uma amostra de contadores e empresários brasileiros durante o ano de 2017. Na análise desses dados foi realizada uma análise de conteúdo e utilizados testes estatísticos para o estabelecimento de relações entre as respostas obtidas.

Resultados: os principais achados deste estudo indicam que a ampliação da educação e da pesquisa em contabilidade no Brasil foi essencial para o crescimento da economia, de acordo com a percepção dos respondentes, embora ainda haja a impressão de que é necessário que contadores e empresários façam melhor uso das informações contábeis.

Contribuições: do ponto de vista acadêmico, as evidências desta pesquisa contribuem com o preenchimento de uma importante lacuna existente na literatura nacional. No que se refere ao mercado, contribuem ao fornecer evidências de que, apesar de haver percepção de relevância, ainda é preciso que seus usuários façam melhor uso das informações da contabilidade.

Palavras-chave: Educação; Pesquisa; Contabilidade.

- o artigo propriamente dito redigidos em português ou inglês, com no mínimo 5.000 e máximo 9.000 palavras, incluindo tabelas, figuras, notas e referências.
- as páginas dos artigos devem estar devidamente numeradas no canto superior direito, digitadas em editor de texto Word for Windows, nas seguintes condições:
 - papel formato A4 (210 x 297 mm);
 - fonte Times New Roman, tamanho 12;
 - espaço entre linhas: simples;
 - entrada de parágrafo: 1,25;
 - margens: superior 3cm, inferior 2cm, esquerda 3cm, direita 2cm;
 - tabelas e figuras em fonte Times New Roman, tamanho 10;
 - as citações e referências devem obedecer as normas atuais da APA (*American Psychological Association*).

3. Tabelas e Figuras¹

As tabelas e figuras devem ser usadas nos artigos sempre que suas informações tornarem a compreensão do texto mais eficiente, sem que haja repetição das informações já descritas no texto.

3.1 Tabelas

A tabela normalmente deve mostrar valores numéricos ou informação textual organizados em uma exposição ordenada de colunas e linhas. **Qualquer outra demonstração textual deve ser caracterizada como figura.**

A tabela deve ser apresentada com suas informações de forma visível e suficientes para sua compreensão e deve ser formatada da seguinte forma:

¹ Grande parte dessas orientações foi adaptada do Manual de Submissão da Revista de Administração Contemporânea – RAC, disponível em www.anpad.org.br.

Editor de tabelas	Word for Windows 97 ou posterior. Caso os autores tenham elaborado suas tabelas no programa Excel ou similares, por favor refaçam as tabelas utilizando o recurso em Word
Fonte	Times New Roman, tamanho 10
Espaçamento entre linhas	Simple
Espaçamento antes e depois	3 pt
Cores em tabelas	Utilizar apenas as cores preto e branco (escala de cinza)
Título	O título de tabela precisa ser claro e explicativo. Ele deve ser colocado acima da tabela, no canto superior esquerdo, e na linha seguinte, logo abaixo da palavra Tabela (com a inicial maiúscula), acompanhada do número que a designa. As tabelas são apresentadas com números arábicos de forma sequencial e dentro do texto como um todo. Ex.: Tabela 1, Tabela 2, Tabela 3 etc
Citação de tabelas	Ao citar tabelas no corpo do texto escrever apenas o número referente à tabela, por exemplo: Tabela 1, Tabela 2, Tabela 3 etc. (a palavra 'Tabela' deverá ser apresentada com a primeira letra maiúscula). Nunca escreva 'tabela abaixo', 'tabela acima' ou ainda, 'tabela da página XX', pois a numeração das páginas do artigo pode alterar-se durante sua formatação
Notas de tabelas	A fonte utilizada nas notas da tabela deve ser Times New Roman, tamanho 10, espaçamento simples. As notas devem ser descritas no rodapé da tabela e servem para indicar a Fonte das informações da tabela, além de outras informações importantes para o entendimento da tabela.

3.2 Figuras

A figura deve evidenciar um fluxograma, um gráfico, uma fotografia, um desenho ou qualquer outra ilustração ou representação textual.

A figura deve ser apresentada com suas informações de forma visível e suficientes para sua compreensão e deve ser formatada da seguinte forma:

Fonte	Times New Roman, tamanho 10
Cores em figuras	Utilizar apenas as cores preta e branca (escala de cinza)
Formato	Encaminhar as figuras em formato editável
Título	Explica a Figura de maneira clara e objetiva. O título deve ser colocado sob a figura e numerado com números arábicos de forma sequencial, precedido pela palavra Figura (com a inicial maiúscula). Ex.: Figura 1, Figura 2, Figura 3, etc. Depois do título, quaisquer outras informações necessárias para esclarecimentos da figura ou fonte devem ser acrescidas como Nota
Legenda	A legenda é a explicação dos símbolos utilizados na figura e deve ser colocado dentro dos limites da figura
Tamanho e proporção	As figuras devem ajustar-se às dimensões do periódico. Portanto uma figura deve ser elaborada ou inserida no artigo de modo a poder ser reproduzida na largura de uma coluna ou página do periódico em que ele será submetido
Citação no corpo do texto	Ao citar uma figura no corpo do texto escreva apenas o número referente a figura, por exemplo: Figura 1, Figura 2, Figura 3 etc. (a palavra 'Figura' deverá ser apresentada com a primeira letra em maiúsculo). Nunca escreva 'figura abaixo', 'figura acima', ou ainda, 'figura da página XX', pois a numeração das páginas do artigo pode-se alterar durante sua formatação

4. Citações e Referências

Para a versão completa das normas de citações e referências de acordo com a APA (American Psychological Association), acesse <http://www.repec.org.br/index.php/repec/article/view/1607/1237>.