

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA - FUCAPE RJ

MÔNICA LOURDES MARINHO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE
TERCEIROS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
FECHADO**

RIO DE JANEIRO

2019

MÔNICA LOURDES MARINHO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE
TERCEIROS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
FECHADO**

Dissertação referente ao Programa de Mestrado Profissional em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth

RIO DE JANEIRO

2019

MÔNICA LOURDES MARINHO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE
TERCEIROS NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
FECHADO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 30 de agosto de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Aziz Xavier Beiruth
Fucape Pesquisas e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

Profa. Dra. Arilda Magna Campagnaro Teixeira
Fucape Pesquisas e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

Prof. Dr. Felipe Storch Damasceno
Fucape Pesquisas e Ensino Limitada - FUCAPE – RJ

Ao meu marido André e ao meu
filho Pedro.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus pela minha vida e aos meus pais por me passarem a importância do estudo e se sacrificarem em muitos momentos pela minha educação. Seu esforço sempre me motivou a ir adiante e fazer tudo com zelo.

Ao meu marido por ser o principal incentivador para este desafio, pelo apoio e suporte nas minhas ausências, nossas conversas sobre este trabalho foram sempre motivadoras. Também ao meu filho que sentiu a minha ausência, mas demonstrou várias vezes se orgulhar do meu esforço, espero que sirva de inspiração.

Aos meus amigos que muito me ouviram falar deste projeto, e em especial ao Lidiano e Alexandre, pelas conversas, comentários e incentivo. Aos meus colegas de turma, lúdicos ou não, por terem contribuído para o debate construtivo e ótimo clima na turma.

Ao professor Dr. Aziz Xavier Beiruth, por me orientar de forma séria, objetiva e clara. Sua contribuição para este trabalho foi indispensável.

Aos membros da banca de qualificação Prof. Dra. Neyla Tardin e Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa, cujos apontamentos foram essenciais para o resultado deste trabalho.

Por fim, agradeço a todos os professores e funcionários da FUCAPE.

*“Hard work is a prison sentence only if it does not
have meaning.”*

(Malcolm Gladwell)

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo verificar a existência de relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros em empresas brasileiras de capital fechado. A predominância das empresas de capital fechado e a importância econômica destas empresas no Brasil torna importante a realização de estudos sobre a qualidade do lucro, existência de gerenciamento de resultado e se o gerenciamento de resultados possui impactos financeiros para as empresas de capital fechado. O estudo de empresas de capital fechado no Brasil é incipiente ou realizado com bases limitadas ou que apresentam viés. A utilização da base de dados *EMIS-Emerging Market Information Services*, que captura informações contábeis divulgadas pelas empresas de capital fechado em jornais e diários oficiais estaduais, proporcionou uma abrangência inédita nos estudos com empresas de capital fechado, talvez, possibilitando que os achados encontrados na pesquisa possam ser mais representativos para as empresas fechadas brasileiras. A base possibilitou a eliminação do viés de disponibilização voluntária por interesse diverso. Foi utilizado como proxy para o gerenciamento de resultados o resíduo absoluto das regressões do Modelo Jones Modificado e do Modelo Jones Modificado com o ROA. As regressões foram estimadas com agrupamentos por setor de atuação e ano. Os resíduos foram considerados variáveis independentes em dois modelos, sendo relacionados com o custo de capital de terceiros do ano seguinte. Os resultados dos testes contemplaram 3.503 observações e demonstram, com significância estatística, que o gerenciamento de resultados impacta o custo de capital de terceiros das empresas de capital fechado. Indicando que quanto maior o nível de gerenciamento de resultados maior o custo de capital de terceiros. Tais resultados podem servir de incentivo para a melhoria da qualidade das informações contábeis de empresas de capital fechado, bem como, inibir práticas de gerenciamentos e resultados, uma vez que, seriam precificadas no custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; custo de capital de terceiros; empresas de capital fechado.

ABSTRACT

The main objective of this research was to verify the existence of relationship between earnings management and cost of debt at the Brazilian private companies. The private companies' prevalence and its economic importance at Brazil made relevant the studies of earnings quality, earnings management existence and whether earnings management financially impacts private companies. The study of private companies in Brazil is underdeveloped or biased. The use of EMIS database - Emerging Market Information Services, that captures accounting information published by private companies in newspapers and states official newspapers, allowed an unprecedented coverage of private companies, maybe, enabling the results to be representative to Brazilian private companies. The database allowed to eliminate bias from voluntary disclosure. The absolute residuals of Jones Modified regression and Jones Modified with ROA regression were used as a proxy for earnings management level. These regressions were estimated by sector and year group. The residuals were considered as independent variables in two models, then both were related to the next year cost of debt. The results comprised 3,503 observations and demonstrated, with statistical significance, that earnings management impacts Brazilian private companies' cost of debt. Such results point that the larger the earnings management level, the greater the cost of debt. The findings could serve as incentive to improving accounting information quality in private companies, as well as, inhibits earnings management practices, since it would impact the cost of debt.

Keywords: Earnings Management; cost of debt; private companies.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra utilizada no estudo.....	28
Tabela 2 - Observações por ano.....	27
Tabela 3 - Observações por setor.....	27
Tabela 4 - Estatísticas descritivas das variáveis dos modelos gerenciamento de resultados x custo de capital de terceiros.....	36
Tabela 5 - Correlação entre as variáveis dos modelos.....	38
Tabela 6 - Resultado dos modelos (5) e (6), modelo <i>pooled</i>	39
Tabela 7 - Teste de LM de BREUSH-PAGAN.....	40
Tabela 8 - Teste de HAUSMAN.....	40
Tabela 9 - Resultado dos modelos (5) e (6), painel de efeitos aleatórios.....	41
Tabela 10 - Resultado esperado x resultado encontrado.....	42
Tabela 11 - Resultado dos modelos (5) e (6), painel de efeitos fixos.....	44

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo de alguns estudos relacionados e seus resultados.....	22
Quadro 2 - Definição de variáveis utilizadas nos modelos de gerenciamento de resultados.....	30
Quadro 3 - Variáveis utilizadas nos modelos de custo de capital de terceiros x gerenciamento de resultados e resultados esperados.....	34

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	15
2.2. EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO.....	18
2.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	20
3. METODOLOGIA	24
3.1. BASE DE DADOS.....	24
3.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	28
3.3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	31
4. ANÁLISE DE RESULTADOS	35
4.1. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	35
4.2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS.....	36
5. CONCLUSÃO	46
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O conceito de gerenciamento de resultados é atrelado ao uso da discricionariedade nas decisões que afetam a operação da empresa, nas escolhas contábeis realizadas e na escolha de critérios de para apresentação dos resultados da empresa (MARTINEZ, 2013).

Conforme Dechow e Schrand (2010), o gerenciamento de resultados é um fator deteriorador da qualidade dos lucros e lucros com alta qualidade proporcionam melhores informações para tomada de decisão.

Ferreira et al., 2012 destacam que a flexibilidade das normas contábeis proporciona uma melhoria da qualidade da informação contábil, ao mesmo tempo em que permite que o gestor tome decisões sobre os registros contábeis, que não necessariamente representam a realidade da empresa, utilizando-se de práticas discricionárias para influenciar os resultados contábeis.

Apesar da discricionariedade poder acontecer dentro dos limites das normas contábeis, a sua utilização tem o objetivo de alterar as demonstrações financeiras para iludir os stakeholders (acionistas, administradores, conselhos, empregados, auditores, fornecedores e reguladores) sobre o desempenho da empresa ou para influenciar contratos que dependem dos números contábeis. (HEALY; WAHLEN, 1999)

Uma vez percebido o gerenciamento de resultados com intenção de iludir quanto ao desempenho da empresa, as fontes de financiamento podem elevar o prêmio de risco cobrado no financiamento, aumentando os custos de captação da empresa (NARDI; NAKAO, 2009). Os estudos relacionados ao tema qualidade do lucro, incentivos e consequências são focados nas empresas de capital aberto. São

exemplos de tais estudos: FRANCIS et al. (2005); LIMA (2009); MARTINEZ (2008); FERREIRA et al. (2012); SINCERRE et al. (2016) e NARDI e NAKAO (2009).

As pesquisas internacionais voltaram atenção para empresas de capital fechado, estudando a qualidade do lucro, fatores que influenciam o custo de capital de terceiros e a relação entre a qualidade do lucro e o custo de capital de terceiros. Tal atenção está relacionada à predominância das empresas de capital fechado e a importância econômica destas empresas nos países estudados. (BALL; SHIVAKUMAR, 2005; MINNIS, 2011; HOPE; THOMAS; VYAS, 2013; CARMO; MOREIRA; MIRANDA, 2016; COPPENS; PEEK, 2005)

No Brasil, os números do IBGE apontam para a importância econômica das empresas de capital fechado. Em 2015, existiam 4,6 milhões de empresas ativas que ocupavam 40,2 milhões de pessoas. Deste total, apenas aproximadamente 400 empresas eram listadas na B3. (IBGE, 2017, site da B3 - 2018)

Apesar da importância econômica das empresas de capital fechado no Brasil, poucos estudos foram realizados sobre a qualidade do lucro e existência de gerenciamento de resultado (COELHO; LIMA, 2009), e, não está claro se no Brasil a qualidade do lucro das empresas de capital fechado tem relação com o custo de capital de terceiros de tais empresas.

O estudo de empresas de capital fechado no Brasil ainda é realizado com bases limitadas ou que apresentam viés. (COELHO; LIMA, 2009) A utilização nesta pesquisa da base de dados EMIS – Emerging Market Information Services, proporcionou uma abrangência inédita nos estudos com empresas de capital fechado, talvez, possibilitando que os achados encontrados na pesquisa possam ser mais representativos para as empresas fechadas brasileiras.

A qualidade do lucro da empresa é influenciada diretamente pelas características do sistema regulatório e funcionamento do mercado de capitais do país, além das características do tipo de sociedade constituída. (PAULO; ANTUNES; FORMIGONI, 2008). Ball e Shivakumar, 2005 destacam que as empresas de capital fechado possuem menor *enforcement* contábil e de governança e, por não possuírem acesso ao mercado de capitais, sofrem menor demanda por lucros com alta qualidade.

A principal motivação para este trabalho é que os estudos que relacionam gerenciamento de resultado e custo de capital de terceiros ou foram realizados fora do Brasil ou no Brasil com empresas de capital aberto. E, conforme contextualização realizada, o ambiente/mercado no Brasil é diferente dos países onde as pesquisas foram realizadas, assim como, o ambiente e características das empresas fechadas é diferente das empresas de capital aberto.

Desta forma, o problema que orientou a pesquisa foi: **A qualidade do lucro, medida pelo gerenciamento de resultados, impacta o custo de capital de terceiros das empresas brasileiras de capital fechado?**

O objetivo deste trabalho foi apontar se existe relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros de empresas brasileiras de capital fechado e apontar qual o sinal desta relação. Esclarecendo se o gerenciamento de resultados é favorável às empresas, reduzindo o custo de capital de terceiros, ou, se o mercado é capaz de precificar e penalizar as empresas gerenciadoras de resultados com maiores custos de capital de terceiros.

Os resultados alcançados nesta pesquisa apontaram que gerenciamento de resultados em empresas de capital fechado é precificado, aumentando o custo de capital de terceiros, fornecendo evidências de que a qualidade do lucro contábil importa nas empresas de capital fechado. Os achados contribuem para a ampliação

do conhecimento, uma vez que, esta relação nas empresas de capital fechado foi pouco estudada em virtude da dificuldade de obtenção dos dados.

Os resultados podem servir de incentivo para que empresas de capital fechado melhorem a qualidade do lucro, inibindo a prática de gerenciamento de resultados com a intenção de iludir credores.

A dissertação está organizada da seguinte forma: este capítulo introdutório, o próximo capítulo com a revisão de artigos científicos publicados sobre o assunto. O terceiro capítulo com a descrição da metodologia de pesquisa aplicada. O quarto capítulo descreve as análises realizadas e discute os resultados obtidos. E o último capítulo com a conclusão, limitações e sugestões para novas pesquisas.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo é apresentado o referencial conceitual para este estudo, que fundamenta a hipótese a ser testada e serve de base para a análise dos dados coletados. O referencial teórico foi organizado em três partes, a seguir:

(i) gerenciamento de resultados, com os trabalhos que são base para o conceito e modelos de gerenciamento de resultados utilizados nesta pesquisa;

(ii) empresas de capital fechado, com os trabalhos que tratam dos aspectos específicos deste tipo de empresa, que possam ter impacto no gerenciamento de resultados ou custo de capital de terceiros; e

(iii) gerenciamento de capital e custo de capital de terceiros, com os trabalhos que tratam da qualidade do lucro e seu impacto no custo de capital.

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O lucro contábil é importante foco de estudos, uma vez que, sua qualidade impacta diretamente as estimativas de fluxo de caixa futuros realizadas pelos credores e, ainda, impacta as decisões que dependam de uma adequada representação da performance da empresa. (BHARATH; SUNDER; SUNDER, 2008; DECHOW; SCHRAND, 2010)

Na literatura são identificadas várias *proxies* para a qualidade do lucro, Dechow e Schrand, 2010 propõem uma classificação para tais *proxies*, elencando como uma das classificações as *proxies* relacionadas às propriedades dos lucros, são elas: persistência do lucro, suavização do lucro, conservadorismo e gerenciamento de

resultados por *accruals*. Os autores relatam o gerenciamento de resultados por *accruals* como uma das *proxies* para a qualidade do lucro contábil, pois seu uso é considerado deteriorador da qualidade do lucro.

O gerenciamento de resultados está relacionado ao uso de julgamentos na escolha de práticas contábeis que podem modificar as demonstrações financeiras, afastando a performance reportada da performance real da empresa, deteriorando assim a qualidade do lucro. (MARTINEZ, 2013)

Martinez (2013) destaca que o gerenciamento de resultados pode ser de três tipos, de acordo com a motivação. *Target Earnings*, quando o gerenciamento é realizado para aumentar ou diminuir um resultado e alcançar uma meta esperada; *Income Smoothing*, quando o gerenciamento visa suavizar flutuações no resultado; e *Take Bath Accounting*, quando o gerenciamento visa reduzir o resultado atual para aumentar resultados futuros.

Este trabalho utilizará como proxy para a qualidade do lucro o gerenciamento de resultados por *accruals*. Os modelos de gerenciamento de resultados por *accruals* separam os *accruals* em normais ou não discricionários e anormais ou discricionários. Os *accruals* não discricionários são ajustes relacionados à performance real da empresa, enquanto os *accruals* discricionários decorrem principalmente da flexibilidade de escolha entre práticas contábeis.

Os *accruals* discricionários podem representar uma distorção, considerando que possa ter sido tomada a decisão de aumentar ou diminuir os *accruals* sem representar a performance, realidade da empresa ou princípios contábeis (DECHOW; SCHRAND, 2010 p. 358 e MARTINEZ, 2008).

A figura a seguir ilustra o mapeamento do resultado contábil até os *accruals* e foi adaptada de Martinez (2008).

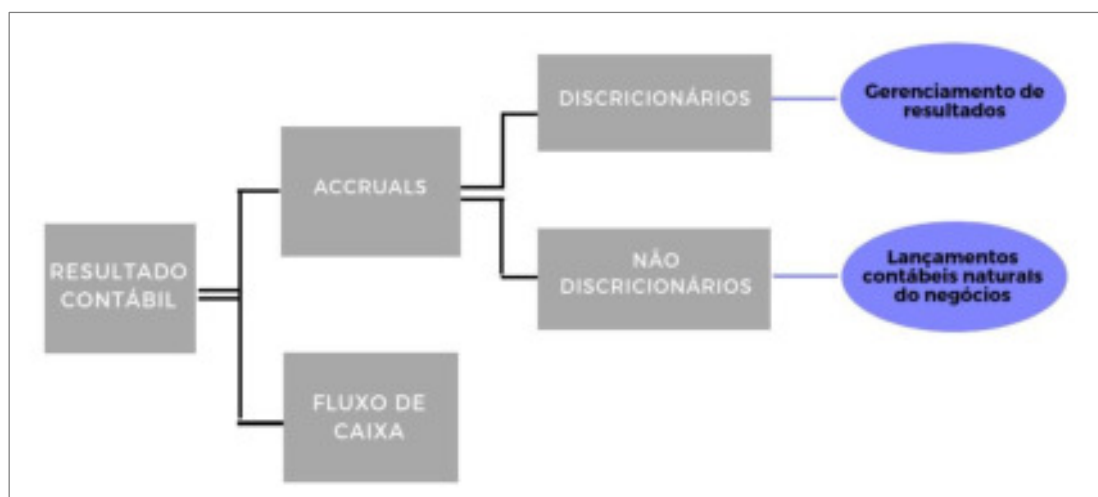


Figura 1: Diagrama ilustrativo do gerenciamento de resultados

Fonte: Adaptado de Martinez (2008, p. 9).

Martinez (2013) aponta o Modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) como um dos mais usados no Brasil para verificar a existência de gerenciamento de resultados por *accruals*.

Hope, Thomas e Vyas (2013) usam um modelo primeiramente sugerido por Kothari, Leone e Wesley (2005) que propõe ajustar os *accruals* pela performance da empresa, introduzindo o ROA – retorno sobre o ativo, na regressão.

Os estudos sobre o gerenciamento de resultados podem ser divididos em pesquisas de determinantes e de consequências. Este trabalho trata do custo de capital de terceiros como consequência decorrente da prática do gerenciamento de resultados. Podemos destacar outros trabalhos sobre consequências, diferentes do custo de capital de terceiros, como o de Linhares, Costa e Beiruth (2018) e Castro e Martinez (2009).

Linhares, Costa e Beiruth (2018) estudam as consequências do gerenciamento de resultados na eficiência de investimentos das empresas brasileiras de capital aberto

e encontram evidências de que o nível de gerenciamento de resultados é positivamente relacionado com a probabilidade de a empresa afastar-se do nível de investimento considerado ideal.

Castro e Martinez (2009) encontram evidências de que o gerenciamento de resultados através da suavização dos lucros impacta positivamente o rating das empresas.

2.2 EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

Parte dos estudos relacionados à qualidade da informação contábil em empresas de capital fechado foca na diferenciação e comparação entre empresas que têm acesso às fontes de financiamento do mercado de capitais (empresas de capital aberto) e aquelas que não têm acesso a este mercado.

No Brasil a maior parte das empresas é constituída sobre a forma de sociedade limitada ou sociedade por ações, sendo a sociedade limitada sempre de capital fechado e as sociedades por ações divididas entre as de capital aberto e de capital fechado. Entre as sociedades por ações de capital aberto e de capital fechado, a principal diferença é que apenas as empresas de capital aberto podem ser listadas na bolsa de valores (COELHO; GALDI; LOPES, 2017).

Os requisitos contábeis para elaboração de demonstrações e a exigência de auditoria independente para as sociedades limitadas são os mesmos que os das sociedades por ações, quando, de acordo com a Lei, " a sociedade tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)". Sendo a demonstração do valor adicionado exigida apenas para empresas de

capital aberto e a demonstração do fluxo de caixa excepcionada para empresas de capital fechado com patrimônio líquido inferior a R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais). (Lei 11.638/2007 e Lei 6.404/1976)

As empresas de capital aberto atendem às exigências de práticas de governança corporativa e outras específicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como a apresentação informações trimestrais e informações relevantes a respeito dos seus negócios. (PAULO; ANTUNES; FORMIGONI, 2008).

Ball e Shivakumar (2005) em estudo no Reino Unido destacam a importância econômica das empresas de capital fechado e pesquisam a qualidade do lucro nestas empresas, medida através conservadorismo contábil. Encontram que, em média, as empresas de capital fechado possuem qualidade do lucro menor que as empresas de capital aberto.

Coelho, Galdi e Lopes (2017), em estudo no Brasil, encontram resultados conflitantes ao de Ball e Shivakumar (2005), realizado no Reino Unido. Os autores encontram evidências de que não existe diferença significativa entre o conservadorismo nas empresas de capital aberto e fechado no Brasil. O estudo considerou o período de 1995 a 2006 e a base de dados utilizada foi o Economática para as empresas de capital aberto e SERASA para as empresas de capital fechado.

Em estudo na Europa, Coppens e Peek (2005), destacam que empresas de capital fechado talvez tenham menos problemas de agência, porém, é pouco provável que estes sejam inexistentes. Os conflitos na empresa de capital fechado aparecem quando existe o interesse em alterar percepções de financiadores, influenciando decisões de crédito. Tais conflitos podem servir de incentivo para a manipulação do resultado através dos *accruals* discricionários.

Coelho e Lima (2009) investigam o gerenciamento de resultados em companhias de capital aberto e fechadas no Brasil, utilizando o modelo Jones Modificado Dechow, Sloan e Sweeney, (1995) e o modelo desenvolvido por Ball e Shivakumar (2006). Encontram evidências de gerenciamento de resultados nos dois tipos de empresa. A pesquisa foi realizada para o período de 1995 a 2004 e com uma amostra de 2.833 observações. Porém, por utilizarem como fonte de dados a SERASA, colocam como limitação o viés da amostra, uma vez que, a maioria das empresas fornece os dados de forma voluntária por interesse em buscar endividamento.

Hope, Thomas e Vyas (2013) em estudo nos EUA, encontram evidências que a qualidade do lucro nas empresas de capital aberto é maior do que nas empresas de capital fechado. Os autores também destacam a importância dos estudos em empresas de capital fechado e apontam que a maior parte dos estudos é realizada em empresas de capital aberto por conta do acesso facilitado aos dados.

2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Nardi e Nakao (2009) efetuam uma série de testes estatísticos para verificar a existência de inter-relação entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida e identificam que o gerenciamento de resultados influencia o custo da dívida e não o contrário. Encontram evidências de que quanto maior o gerenciamento de resultados, maior o custo da dívida. O estudo foi realizado com empresas de capital aberto, no período de 1996 a 2007.

NARDI, P. C. C. et al. (2009) encontram que o gerenciamento de resultados aumenta o custo da dívida de empresas de capital aberto no período de 1996 a 2007.

Francis et al. (2005) encontram que empresas com baixa qualidade do lucro possuem um custo da dívida maior do que empresas com alta qualidade do lucro. A pesquisa considerou como qualidade do lucro o desvio padrão do resíduo da regressão do modelo de Dechow e Dichev (2002), no período de 1970 a 2002.

Carmo, Moreira e Miranda (2016) em estudo sobre consequências do gerenciamento de resultados, estudam sua relação com o custo da dívida das empresas portuguesas de capital fechado e encontram evidências de que quanto maior a qualidade do lucro, menor o custo da dívida.

Sincerre et al. (2016) encontram evidências de que as empresas inflam seus resultados antes da emissão de debêntures, com o propósito de influenciar positivamente a percepção dos potenciais investidores. Neste trabalho são usados os modelos Jones Modificado e Jones Modificado com ROA para a identificação dos *accruals* discricionários.

Ghouma (2017) em estudo com empresas americanas com títulos emitidos entre 1995 e 2006, encontra evidências de que níveis mais baixos de oportunismo, estimados através de oportunismo gerencial e gerenciamento de resultados, resultam em taxas mais baixas e melhores ratings para os títulos emitidos.

Com base nos estudos relatados que destacam que o lucro é importante fonte de informação para os financiadores e que sua qualidade poderia influenciar o custo de capital de terceiros das empresas, é formulada a hipótese:

H1: Existe uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados, medido através dos *accruals* discricionários e o custo de capital de terceiros das empresas brasileiras de capital fechado.

O Quadro 1, a seguir, sumariza alguns estudos realizados e resultados encontrados sobre a qualidade do lucro e gerenciamento de resultados e os aspectos relacionados ao custo de capital de terceiros e empresas de capital fechado e aberto.

Autores	País	Questão de pesquisa	Resultados encontrados
Ball e Shivakumar (2005)	Reino Unido	Qualidade do lucro (conservadorismo): abertas x fechadas	Empresas fechadas apresentam menor qualidade do lucro
Bharath, Sunder e Sunder (2008)	Estados Unidos	Qualidade do lucro: escolha entre mercado de dívida pública ou privada	Empresas com baixa qualidade do lucro preferem empréstimos bancários. Quando optam por dívida pública, a baixa qualidade é refletida nos juros.
Carmo, Moreira e Miranda (2016)	Portugal	Qualidade do lucro x Custo da dívida	Relação negativa entre a qualidade do lucro e o custo da dívida.
Castro e Martinez (2009)	Brasil	<i>Income smoothing</i> x estrutura de capital e custo de capital de terceiros de empresas abertas	Income smoothing está relacionado a menor custo de capital de terceiros
Coelho e Lima (2009)	Brasil	Gerenciamento de resultados: empresas abertas x empresas fechadas	Encontra gerenciamento de resultados contábeis nos dois tipos de empresas.
Coelho, Galdi e Lopes (2017)	Brasil	Determinantes da qualidade do lucro (conservadorismo): empresas abertas x empresas fechadas	Encontra resultados similares nas empresas abertas e fechadas.
Cooppens e Peek (2005)	Europa	Empresas fechadas gerenciam resultado?	Encontram gerenciamento de resultados para evitar prejuízo.
Ferreira et al. (2012)	Brasil	<i>Book-tax differences</i> x gerenciamento de resultado em empresas abertas	Existe relação entre o <i>book-tax difference</i> e o gerenciamento de resultados
Francis et al. (2005)	Estados Unidos	Qualidade do lucro x custo de capital próprio e de terceiros	Baixa qualidade do lucro é associada a maior custo de capital próprio e de terceiros
Ghouma (2017)	Estados Unidos	Oportunismo gerencial e Gerenciamento de resultados x custo de capital de terceiros	Maiores custos e piores ratings em emissões de dívidas estão associados com aumento de gerenciamento de resultados
Hope, Thomas e Vyas (2013)	Estado Unidos	Qualidade do lucro: abertas x fechadas	Empresas abertas tem maior qualidade do lucro.
Lima (2009)	Brasil	Nível de evidenciação x custo da dívida	Quanto maior o nível de <i>disclosure</i> , menor o custo de capital de terceiros.
Nardi e Nakao (2009)	Brasil	Gerenciamento de resultados x custo da dívida	Quanto maior o GR, maior o custo da dívida

Paulo, Antunes e Formigoni (2008)	Brasil	Conservadorismo contábil: abertas x fechadas	Empresas abertas apresentam maior nível de conservadorismo
Sincerre et al. (2016)	Brasil	Gerenciamento de resultados x emissão de dívidas	Empresas inflam seus resultados financeiros no período de emissão.

Quadro 1: Resumo de alguns estudos relacionados e seus resultados

Fonte: Elaborado pela autora

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 BASE DE DADOS

Este trabalho é uma pesquisa quantitativa, descritiva, que tem como universo as empresas brasileiras de capital fechado.

A amostra pesquisada compreende as empresas de capital fechado com dados disponíveis na base de dados EMIS – *Emerging Market Information Services*.

A base EMIS captura informações contábeis divulgadas pelas empresas brasileiras de capital fechado em jornais e diários oficiais estaduais. A base possibilita a eliminação de viés de disponibilização voluntária por interesses diversos, eliminando assim a limitação apontada por Coelho e Lima (2009), que utilizou dados disponibilizados voluntariamente por empresas interessadas em buscar endividamento.

A base fornece ainda uma classificação setorial das empresas de acordo com a classificação NAICS-*North American Industry Classification System*, sendo detalhados 20 setores. Sendo a mesma classificação utilizada em estudos internacionais.

Foram coletados dados do período de 2013 a 2017, sendo o período da coleta motivado pela disponibilidade dos dados contábeis dos últimos cinco anos, de forma tabulada, na base de dados.

Como input para as equações (2) e (3), que apuram o gerenciamento de resultados pelos modelos Jones Modificado e Jones Modificado com ROA, o período de 2013 foi utilizado apenas para calcular variáveis do período 2014. Isto ocorre pois

os modelos utilizam o ativo total e variações em relação ao ano anterior, tornando impossível calcular tais dados para 2013, uma vez que 2012 não estava disponível.

E, para as equações (5) e (6), que considera variáveis independentes do período anterior, cujo primeiro ano possível para cálculo foi 2014 como explicado no parágrafo acima, foram consideradas observações dos períodos de 2015 a 2017. Foram consideradas as empresas cuja natureza jurídica era sociedade anônima, limitada ou estabelecimentos no Brasil de sociedade estrangeira.

Consistente com trabalhos anteriores, foram desconsideradas as empresas do setor financeiro, bancos, fundos e seguradoras ou com atividade secundária igual a um desses setores. Tais setores possuem regulamentações e normas contábeis significativamente diferentes dos demais setores de atividade econômica e possuem alta alavancagem financeira, que poderiam gerar problemas de estimação nos modelos de gerenciamento de resultados. (RODRIGUES, 2019, WRUBEL et. al., 2016)

As informações foram coletadas preferencialmente de demonstrações consolidadas e, caso não disponíveis, foram coletadas de demonstrações individuais. Este critério está consistente com Coppens e Peek (2005), que destacam ser razoável assumir que os *stakeholders* usariam as demonstrações consolidadas caso disponíveis.

A amostra inicial contemplou as empresas constituídas na forma de Sociedade Anônima ou limitada, não pertencentes ao setor de Seguro e Finanças e com lucro líquido e dívida diferentes de zero. Foram desconsideradas as observações com possíveis dados inconsistentes, a possibilidade de inconsistência nos dados foi considerada para observações com ativo circulante, passivo circulante ou imobilizado

menores que zero, observações com receita líquida menores ou iguais a zero, e, observações com ativo total igual a zero.

A amostra final considerada para os modelos de relação entre o gerenciamento de resultados e custo de capital de terceiros (5) e (6) contemplou 3.623 observações. A Tabela 1 detalha os critérios de seleção e a quantidade de observações a cada etapa.

TABELA 1: AMOSTRA UTILIZADA NO ESTUDO

Seleção	Número de observações
Empresas com dados disponíveis na base, constituídas na forma de Sociedade Anônima ou limitada, não pertencentes ao setor de Seguro e Finanças, com lucro líquido e dívida diferentes de zero. Período de 2013 a 2017	18.421
Observações após retirada de dados possivelmente inconsistentes (*)	15.173
Dados possivelmente inconsistentes: <i>Passivo circulante menor que zero - 2</i> <i>Imobilizado menor que zero - 3</i> <i>Receita líquida menor ou igual a zero – 2.250</i> <i>Despesa financeira maior que zero – 18</i> <i>Patrimônio líquido menor que zero – 975</i>	
Observações com dados suficientes para o cálculo do gerenciamento de resultados – período de 2014 a 2017 (**)	8.432
Observações com dados suficientes para o cálculo da relação KlxGR – período de 2015 a 2017 – Amostra final (**)	3.503

Fonte: Base EMIS, compilado pela autora

(*) observações com passivo circulante, imobilizado ou patrimônio líquido menores que zero ou com receita líquida menor ou igual a zero.

(**) O gerenciamento de resultados do ano atual (2014 a 2016) está relacionado ao custo de capital de terceiros do ano seguinte (2015 a 2017), reduzindo o número de observações. Além disso, algumas empresas não possuem as informações completas para o período de 2013 a 2017, o que inviabiliza o cálculo de algumas variáveis que utilizam o saldo do ano anterior, portanto, o número de observações final foi reduzido.

Do total de observações consideradas na amostra final 1.518 eram de demonstrações financeiras auditadas por empresas *Bigfour*, aqui consideradas as empresas de auditorias PWC, EY, KPMG e Deloitte.

A Tabela 2 apresenta distribuição das observações por ano.

TABELA 2: OBSERVAÇÕES POR ANO

Ano	Número de observações
2015	820
2016	1.090
2017	1.593
Total	3.503

Fonte: Base EMIS, compilado pela autora

A Tabela 3 apresenta distribuição das observações por setor de atuação, conforme classificação NAICS.

TABELA 3: OBSERVAÇÕES POR SETOR

NAICS(a)	Nome do setor	Número de observações
11	agricultura, silvicultura, caça e pesca	111
21	Mineração	18
22	serviços públicos	634
23	construção	203
31-33	Manufatura	978
42	comércio atacadista	167
44-45	comércio varejista	179
48-49	transporte e armazenamento	253
51	informação e tecnologia	128
53	serviços imobiliários, leasing e aluguel	116
54	serviços profissionais, científicos e técnicos	209
55	holdings e administração de empresas	263
56	gerência administrativa, suporte e gasto	110
62	hospitais e serviços de saúde	57
72	hotéis e restaurantes	18
81	outros serviços (exceto administração pública)	59
Total		3.503

(a) Estrutura de classificação setorial – *North American Industry Classification System*
 Fonte: Base EMIS, compilado pela autora

3.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

A análise dos *accruals* é o ponto de partida para a maioria dos modelos de gerenciamento de resultados, sendo entendido o gerenciamento de resultados como a parcela discricionária dos *accruals*. Antes de estimar o modelo de gerenciamento de resultados é necessário calcular os *accruals* totais, que neste trabalho serão

calculados a partir dos saldos de balanço, conforme equação abaixo, consistente com os trabalhos de Sincerre et al., 2016 e Gioielli, Carvalho e Sampaio, 2013.

$$(1) \quad ACT_{i,t} = (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1})$$

Onde:

$ACT_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no ano t;

$AC_{i,t}$; $AC_{i,t-1}$ = ativo circulante da empresa i no ano t e ano t-1, respectivamente;

$PC_{i,t}$; $PC_{i,t-1}$ = passivo circulante da empresa i no ano t e ano t-1, respectivamente;

Neste trabalho serão utilizados dois modelos para apuração dos *accruals* discricionários, modelo Jones Modificado e modelo Jones Modificado com ROA. O modelo Jones Modificado com ROA, que considera o retorno sobre ativos – ROA na estimação do *accruals* discricionários, foi utilizado nos trabalhos de Hope, Thomas e Vyas (2013) e Sincerre et al. (2016), sugerido por Kothari, Leone e Wasley (2005).

A escolha do modelo Jones Modificado ocorreu por ser um dos modelos mais utilizados nas pesquisas, o Jones Modificado com ROA foi escolhido para proporcionar robustez a apuração dos *accruals* discricionários. Somou-se a isto o fato de serem os modelos passíveis de serem estimados com as variáveis disponíveis.

Os resíduos da regressão foram utilizados como proxy para o gerenciamento de resultados. Como a hipótese da pesquisa considera que o gerenciamento de resultados impacta positivamente o custo de capital de terceiros, independentemente de o gerenciamento ter sido realizado para aumentar ou reduzir o resultado, os resíduos foram transformados em valor absoluto. Desta forma, quanto maior o resíduo

maior o gerenciamento de resultados. Tal procedimento está consistente com Ferreira et al., 2012.

Os modelos de regressão a seguir foram estimados considerando agrupamento de setor de atuação e ano, com no mínimo 20 observações.

Modelo Jones Modificado:

$$(2) \frac{ACT_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{ATV_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{\Delta RL_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} \right] + \beta_3 \left[\frac{IMOB_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t}$$

Modelo Jones Modificado com ROA:

$$(3) \frac{ACT_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{1}{ATV_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{\Delta RL_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} \right] + \beta_3 \left[\frac{IMOB_{i,t}}{ATV_{i,t-1}} \right] + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$ACT_{i,t}$ = *accruals* totais, provenientes da equação (1);

$ATV_{i,t-1}$ = ativo da empresa i no ano t-1;

$\Delta RL_{i,t}$ = variação da receita líquida da empresa i entre os anos t e t-1;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação do contas a receber de curto prazo da empresa i entre os anos t e t-1;

$IMOB_{i,t}$ = saldo de imobilizado da empresa i no ano t;

$ROA_{i,t}$ = lucro da empresa i no ano t, dividido pelo ativo total empresa i no ano t-1;

$\varepsilon_{i,t}$ = resíduo da regressão.

O Quadro 2 apresenta as variáveis usadas nos modelos de gerenciamento de resultados.

Variável	Descrição
$\frac{ACT_{i,t}}{ATV_{i,t-1}}$	Accruals totais do ano atual, provenientes da equação (1), divididos pelo ativo total do ano anterior. (1) $ACT_{i,t} = (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1})$
$\frac{1}{ATV_{i,t-1}}$	Um dividido pelo ativo total do ano anterior.
$\frac{\Delta RL_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{ATV_{i,t-1}}$	Variação da receita líquida da empresa i entre os anos t e t-1 menos a variação do contas a receber de curto prazo da empresa i entre os anos t e t-1, divididos pelo ativo total no ano anterior
$\frac{IMOB_{i,t}}{ATV_{i,t-1}}$	Imobilizado dividido pelo ativo total do ano anterior.
$ROA_{i,t}$	Lucro líquido dividido pelo ativo total do ano anterior.

Quadro 2: Definição de variáveis utilizadas nos modelos de gerenciamento de resultados

Fonte: Compilado pela autora.

3.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Este trabalho utiliza uma estimativa para o custo de capital de terceiros. Uma vez que a informação sobre o real custo associado às dívidas das empresas não está disponível, foi indispensável o uso de uma estimativa partindo dos dados contábeis, sendo tal estimativa consistentemente utilizada nas pesquisas que tratam do custo da dívida.

O custo de capital de terceiros foi estimado de acordo com a equação (4), consistente com o trabalho de Francis et al. (2005).

$$(4) \quad Ki_{i,t} = \frac{Despesa\ financeira_{i,t}}{(Passivo\ oneroso_{i,t} + Passivo\ oneroso_{i,t-1})/2}$$

O custo de capital de terceiros será função do gerenciamento de resultados e variáveis de controle que, de acordo com a literatura, podem influenciar o custo de capital de terceiros. Este trabalho utilizará modelo de regressão e variáveis adaptadas de Nardi e Nakao (2009), Francis et al. (2005) e Carmo, Moreira e Miranda (2016). O modelo (5) utilizará o resíduo da regressão de Gerenciamento de Resultados Jones modificado (2) e o modelo (6) utilizará o resíduo da regressão de Gerenciamento de Resultados Jones Modificado com o ROA (3).

$$(5) \quad Ki_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GRJM_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 TG_{i,t-1} + \beta_4 LC_{i,t-1} + \beta_5 IDADE_{i,t} \\ + \beta_6 LEV_{i,t-1} + \beta_7 BIGFOUR_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$$(6) \quad Ki_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GRJMR_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 TG_{i,t-1} + \beta_4 LC_{i,t-1} + \beta_5 IDADE_{i,t} \\ + \beta_6 LEV_{i,t-1} + \beta_7 BIGFOUR_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

$ki_{i,t}$ = custo de capital de terceiros, estimado através da equação (4);

$GRJM_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (2) no ano t-1;

$GRJMR_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (3) no ano t-1;

$SIZE_{i,t-1}$ = logaritmo do ativo total no ano t-1;

$IDADE_{i,t}$ = data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação;

$TG_{i,t-1}$ = imobilizado líquido dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1;

$LC_{i,t}$ = ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos no ano t-1;

$LEV_{i,t-1}$ = alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1;

$BIGFOUR_{i,t}$ = variável *dummy* = 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$ = resíduo da regressão.

As variáveis de controle são utilizadas nos modelos (5) e (6), como as características que também podem influenciar o custo de capital de terceiros, de acordo com a literatura. (NARDI; NAKAO, 2009; CARMO; MOREIRA; MIRANDA, 2016, SINCERRE et al., 2016; MINNIS, 2011; ALMEIDA; ALMEIDA, 2009 e FRANCIS et al., 2005).

As justificativas para as variáveis de controle utilizadas nos modelos e respectivos impactos esperados no custo de capital de terceiros são descritas a seguir e foram obtidas na literatura citada no parágrafo anterior.

TAMANHO: Empresas maiores conseguem melhores taxas por conta do maior acesso ao mercado de capitais, em geral serem mais diversificadas e possuírem mais ativos para oferecer em garantia. É esperada uma relação negativa, quanto maior o tamanho, menor o custo de capital de terceiros.

LIQUIDEZ CORRENTE: O índice de liquidez corrente está relacionado ao risco de que a empresa não tenha capacidade de pagamento. Os credores embutiriam aos juros o risco percebido em empresas com menor índice de liquidez corrente. É esperada uma relação negativa, quanto maior o índice de liquidez corrente, menor o custo de capital de terceiros.

LEVERAGE: Empresas com mais dívidas podem ser encaradas pelos credores como mais arriscadas, o que os levariam a aumentar os juros. É esperada uma relação positiva, quanto maior a alavancagem maior o custo de capital de terceiros.

TANGIBILIDADE: Representa os ativos que podem ser dados em garantia de empréstimos e que poderiam proporcionar mais segurança aos credores, reduzindo o

custo de capital de terceiros. É esperada uma relação negativa, quanto maior a tangibilidade, menor o custo de capital de terceiros.

IDADE: Empresas mais antigas são capazes de fornecer um histórico maior para análise e acompanhamento dos credores, gerando assim um custo de capital de terceiros menor. É esperada uma relação negativa, quanto maior a idade, menor o custo de capital de terceiros.

BIGFOUR: Os credores confiam mais nos relatórios de empresas auditadas por auditoria Big Four (PWC, EY, KPMG e Deloitte) e são capazes de oferecer menores taxas de juros. É esperado que empresas com relatórios auditados possuam menor custo de capital de terceiros.

A seguir é apresentado o Quadro 3, resumizando as variáveis utilizadas nos modelos deste trabalho, forma de cálculo e resultado esperado.

Variável	Descrição	Resultado esperado
Variável dependente		
KI	Custo de capital de terceiros, estimado através da equação (4).	n.a.
Variáveis independentes		
GRJM	Valor absoluto dos resíduos da regressão (2) – Jones Modificado, no ano t-1	+
GRJMR	Valor absoluto dos resíduos da regressão (3) – Jones Modificado com ROA, no ano t-1	+
SIZE	Tamanho, calculado através do logaritmo do ativo total no ano t-1;	-
IDADE	Tempo de existência da empresa. Data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação;	-
TANGIBILIDADE (TG)	Imobilizado dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1;	-
LIQUIDEZ CORRENTE (LC)	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1;	-
LEVERAGE (LEV)	Alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1;	+

BIGFOUR	Variável dummy = 1 se a empresa é auditada por auditoria Big Four e 0 caso contrário;	-
---------	---	---

Quadro 3: Variáveis utilizadas nos modelos de custo de capital de terceiros x gerenciamento de resultados e resultados esperados

Fonte: Compilado pela autora. Adaptado de Sincerre et al. (2016), Nardi e Nakao (2009), Carmo, Moreira e Miranda (2016), Almeida e Almeida (2009), Ghouma (2017)

Capítulo 4

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados encontrados nesta pesquisa através da utilização da metodologia descrita no capítulo 3. São apresentados os resultados dos modelos de gerenciamento de resultados Jones Modificado e Jones Modificado com ROA e do modelo empírico testando a existência da relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros estimado, além das estatísticas descritivas das variáveis.

Todos os resultados foram apurados através do software estatístico Stata 15.

4.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

As regressões de gerenciamento de resultados, calculadas de acordo com os modelos Jones Modificado e Jones Modificado com ROA, conforme equações (2) e (3). As equações (2) e (3) foram estimadas para cada grupo de setor de atuação e ano, com ao menos 20 observações, consistente com os trabalhos de Hope, Thomas e Vyas (2013) e Kothari, Leone e Wasley (2005). O setor de atuação foi definido conforme classificação NAICS, mencionada no capítulo 3.1. base de dados.

4.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Na Tabela 4 é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos propostos nas equações (5) e (6), com a média, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo das variáveis da amostra, além do número de observações.

TABELA 4 –ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS DOS MODELOS GERENCIAMENTO DE RESULTADOS x CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	N
Ki	0,419630	0,997214	0,002923	7,906542	3.503
GRJM	0,0917361	0,107586	0,000775	0,7111289	3.503
GRJMR	0,0884695	0,1078467	0,0000122	0,7307785	3.503
SIZE	12,1706	1,572991	7,2145	18,03187	3.503
IDADE	24,805	17,20923	2	109	3.503
Tangibilidade (TG)	0,3579468	0,297736	0,0000738	0,9502465	3.503
Liquidez Corrente (LC)	1,810849	1,926053	0,1094743	13,88048	3.503
<i>Leverage</i> (LEV)	0,5529802	0,2126327	0,0732101	0,9711022	3.503
BIGFOUR	-	-	0	1	3.503

Notas: GRJM= valor absoluto dos resíduos da regressão do Modelo Jones Modificado (2); GRJMR= valor absoluto dos resíduos da regressão Modelo Jones Modificado com ROA (3); Ki=custo de capital de terceiros, estimado através da equação (4); SIZE= logaritmo do ativo total; IDADE=data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; Tangibilidade(TG)= imobilizado dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; Liquidez Corrente (LC)= ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; *Leverage* (LEV)= alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; BIGFOUR= variável *dummy* igual a 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%, exceto GRJM, GRJMR, SIZE, IDADE e BIGFOUR. O número de observações foi menor que o observado na regressão de gerenciamento de resultados, conforme explicado na tabela 1 – Composição da Amostra.

A Tabela 5 (abaixo) apresenta a correlação entre as variáveis usadas no modelo. Desconsiderando a correlação entre as variáveis GRJM e GRJMR, que não aparecem juntas em nenhum modelo, é possível verificar que não existem correlações altas entre as variáveis independentes, o que sugere que não existem problemas de colinearidade. A maior correlação observada é entre *Leverage* e Liquidez Corrente, utilizadas no modelo de Carmo, Moreira e Miranda (2016).

No resultado da correlação verifica-se uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados medido pelo Jones Modificado (GRJM) e Jones Modificado com ROA (GRJMR) com o custo de capital de terceiros (Ki). Tal correlação

é consistente com a literatura estudada e a hipótese deste trabalho, de que uma maior qualidade da informação contábil, medida através do gerenciamento de resultados, é precificada pelo mercado com um menor custo.

Os sinais dos coeficientes das relações de SIZE, Tangibilidade e BIGFOUR com o custo de capital de terceiros são os esperados conforme literatura, indicando que estas variáveis possuem relação negativa com o custo de capital de terceiros.

Conforme literatura, empresas maiores conseguem melhores taxas por conta do maior acesso ao mercado de capitais, empresas com maior tangibilidade possuem mais ativos a serem oferecidos em garantia de empréstimos e que poderiam proporcionar mais segurança aos credores e, empresas auditadas por auditoria BIGFOUR oferecem mais confiança nos relatórios, conseguindo menores taxas. (NARDI; NAKAO, 2009; CARMO; MOREIRA; MIRANDA, 2016; SINCERRE et al., 2016; MINNIS, 2011; ALMEIDA; ALMEIDA, 2009 e FRANCIS et al., 2005)

Já os sinais das variáveis idade e *leverage* são diferentes do esperado e indicam que quanto maiores, maior será o custo de capital de terceiros.

Cabe observar que as correlações apresentadas na Tabela 5 são entre duas variáveis e o efeito de uma sobre a outra pode mudar quando incluídas mais variáveis no modelo, como será feito nos modelos utilizados neste trabalho.

TABELA 5 –CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS DOS MODELOS

Variável	Ki	GRJM	GRJM R	Size	Idade	Tangib i-lidade (TG)	Liquide z Corrent e (LC)	Leve- rage (LEV)	BIG FOUR
Ki	1								
GRJM	0,0110	1							
GRJMR	0,0209	0,9536	1						
Size	-0,0619	0,0427	0,0349	1					

Idade	0,1057	-	-	0,1100	1				
Tangibilidade (TG)	-0,1289	0,1236	0,1262	0,0332	0,1501		1		
Liquidez Corrente (LC)	0,1277	0,0174	0,0287	0,0904	0,1217	-0,2099		1	
Leverage (LEV)	-0,1553	0,1084	0,1121	0,0884	0,0884	-0,0060	-0,4066	1	
Bigfour	-0,0921	0,0145	0,0092	0,2947	0,1442	0,0960	-0,0974	0,027 1	1

Notas: GRJM= valor absoluto dos resíduos da regressão (2); GRJMR= valor absoluto dos resíduos da regressão (3); Ki=custo de capital de terceiros, estimado através da equação (4); SIZE= logaritmo do ativo total; IDADE=data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; TANGIBILIDADE(TG)= imobilizado dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; LIQUIDEZ CORRENTE (LC)= ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; LEVERAGE (LEV)= alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; BIGFOUR= variável *dummy* igual a 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%, exceto GRJM, GRJMR, SIZE, IDADE e BIGFOUR.

De acordo com Fávero (2013), em trabalho que apresenta os principais estimadores de dados em painel, o passo inicial em um modelo de dados em painel em contabilidade e finanças é a aplicação de um modelo *POLS* (*pooled ordinary least squares*). O modelo *pooled* foi utilizado nos trabalhos de Ghouma (2017), Carmo, Moreira e Miranda (2016) e Lima (2009).

A Tabela 6 apresenta os resultados das regressões (5) e (6), que relacionam o gerenciamento de resultados ao custo de capital de terceiros estimado, apurados através de estimação por MQO de dados empilhados (*POLS – pooled ordinary least squares*), com *dummies* de ano para captar efeitos do ambiente econômico, com *dummies* de setor para capturar efeitos específicos dos setores de atuação e com erros-padrão robustos, com agrupamento ao nível de indivíduo, para correção de efeitos de heterocedasticidade.

TABELA 6 – RESULTADO DOS MODELOS (5) e (6), MODELO POOLED com erros padrão clusterizados

	Custo de capital de terceiros x Jones Modificado (5)		Custo de capital de terceiros x Jones Modificado com ROA (6)	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
GRJMR	-	-	0,4376	0,01***

GRJM	0,5220	0,006***	-	-
SIZE	-0,0229	0,108	-0,0233	0,104
TANGIBILIDADE	-0,3056	0,000***	-0,3073	0,000***
LC	0,0207	0,318	0,0213	0,302
IDADE	0,0040	0,004***	0,0040	0,004***
LEVERAGE	-0,6733	0,000***	-0,6676	0,000***
BIGFOUR	-0,1061	0,006***	-0,1085	0,005***
<i>Dummies</i> de ano	Sim		Sim	
<i>Dummies</i> de setor	Sim		Sim	
N	3.503		3.503	
R-sq	0,072		0,071	
Prop>F	0,000		0,000	

Notas: Dados da regressão MQO de dados empilhados, com *dummies* de ano para capturar efeitos do ambiente econômico, *dummies* de setor para capturar efeitos de cada setor e com erros-padrão clusterizados para correção de heterocedasticidade. $GRJM_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (2) no ano t-1; $GRJMR_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (3) no ano t-1; $SIZE_{i,t-1}$ = logaritmo do ativo total no ano t-1; $IDADE_{i,t}$ = data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; $TG_{i,t-1}$ = imobilizado líquido dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; $LC_{i,t-1}$ = ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; $LEV_{i,t-1}$ = alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; $BIGFOUR_{i,t}$ = variável *dummy* = 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%, exceto GRJM, GRJMR, SIZE, IDADE e BIGFOUR. Significância estatística: 10%*, 5%** e 1%***. As estatísticas t estão entre parênteses.

Conforme Fávero (2013), devem ser utilizadas técnicas que auxiliem na escolha do método estatístico mais adequado a ser adotado. Para definir qual método estatístico utilizar para as regressões (5) e (6), que relacionam o gerenciamento de resultados com o custo de capital de terceiros, foram realizados os testes de LM de Breush-Pagan e Hausman.

O teste de LM de Bresuh-Pagan testa a variâncias dos resíduos e auxilia na escolha entre a utilização do modelo *Pooled* ou modelo de efeitos aleatórios. Já o teste de Hausman compara os modelos de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios, para apontar o mais adequado.

Os resultados dos testes de LM de Breush-Pagan e Hausman são apresentados nas Tabelas 7 e 8 e apontaram que o modelo de estimação mais adequado é o modelo de painel de efeitos aleatórios.

TABELA 7 - TESTE DE LM DE BREUSH-PAGAN

chibar2	588,09
Prob > chibar	0,0000

Fonte: elaborado pela autora

TABELA 8 – TESTE DE HAUSMAN

chi2	6,88
Prob>chi2	0,3325

Fonte: elaborado pela autora

Os resultados encontrados para as regressões (5) e (6), que relacionam o gerenciamento de resultados com o custo de capital de terceiros, apurados através de painel de efeitos aleatórios, são apresentados na Tabela 9.

TABELA 9 – RESULTADO DOS MODELOS (5) e (6), PAINEL DE EFEITOS ALEATÓRIOS

	Custo de capital de terceiros x Jones Modificado (5)		Custo de capital de terceiros x Jones Modificado com ROA (6)	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
GRJMR	-	-	0,2290	0,076*
GRJM	0,2998	0,025**	-	-
SIZE	-0,0234	0,108	-0,0237	0,103
TANGIBILIDADE	-0,2792	0,000***	-0,2811	0,000***
LIQUIDEZ CORRENTE (LC)	0,0171	0,103	0,0176	0,093*
IDADE	0,0044	0,002***	0,0044	0,002***
LEVERAGE	-0,6305	0,000***	-0,6248	0,000***
BIGFOUR	-0,1221	0,01***	-0,1223	0,01***
<i>Dummies de ano</i>	Sim		Sim	
<i>Dummies de setor</i>	Sim		Sim	
N	3.503		3.503	

R-sq	0,070	0,077
Prop>chi2	0,000	0,000

Notas: Dados da regressão em painel de efeitos aleatórios, com dummies de setor e de ano. $GRJM_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (2) no ano t-1; $GRJMR_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (3) no ano t-1; $SIZE_{i,t-1}$ = logaritmo do ativo total no ano t-1; $IDADE_{i,t}$ = data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; $TG_{i,t-1}$ = imobilizado líquido dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; $LC_{i,t-1}$ = ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; $LEV_{i,t-1}$ = alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; $BIGFOUR_{i,t}$ = variável *dummy* = 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%, exceto GRJM, GRJMR, SIZE e BIGFOUR.

Significância estatística: 10%*, 5%** e 1%***.

Os sinais dos coeficientes e significância estatística encontrados foram consistentes tanto no modelo de painéis aleatórios quanto no modelo *pooled*, utilizando o gerenciamento de resultado Jones Modificado e Jones Modificado com o ROA, conforme pode ser observado na Tabela 10, a seguir.

TABELA 10: RESULTADO ESPERADO X RESULTADO ENCONTRADO.

Variável	Resultado esperado	Resultado Encontrado – Efeitos aleatórios		Resultado Encontrado – <i>pooled</i>	
		(5)	(6)	(5)	(6)
GRJM	+	+	+	+	+
GRJMR	+	+	+	+	+
Size	-	-	-	-	-
Idade	-	+	+	+	+
Tangibilidade (TG)	-	-	-	-	-
Liquidez Corrente (LC)	-	+	+	+	+
Leverage (LEV)	+	-	-	-	-
Bigfour	-	-	-	-	-

Notas: (5) refere-se à equação 5, que relaciona os resíduos absolutos do modelo Jones modificado ao custo de capital de terceiros. (6) refere-se à equação de regressão 6, que relaciona os resíduos absolutos do modelo Jones Modificado com ROA ao custo de capital de terceiros. $GRJM_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (2) no ano t-1; $GRJMR_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (3) no ano t-1; $SIZE_{i,t-1}$ = logaritmo do ativo total no ano t-1; $IDADE_{i,t}$ = data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; $TG_{i,t-1}$ = imobilizado líquido dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; $LC_{i,t-1}$ = ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; $LEV_{i,t-1}$ = alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; $BIGFOUR_{i,t}$ = variável *dummy* = 1 se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* e 0 caso contrário.

Fonte: elaborado pela autora

A hipótese levantada neste trabalho é de que existe uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros das empresas brasileiras de capital fechado. Ou seja, quanto maior o gerenciamento de resultados maior o custo de capital de terceiros das empresas. Os resultados encontrados pelo painel de efeitos aleatórios (Tabela 9) indicam que é possível confirmar esta hipótese ao nível de significância de 10%. A utilização dos resíduos dos modelos Jones Modificado e Jones Modificado com o ROA apresentaram resultados consistentes, sendo que o modelo Jones Modificado apresentou significância estatística de 5%.

As variáveis de controle utilizadas apresentaram significância estatística de 5% e 1%, exceto a variável liquidez corrente que não apresentou significância estatística e a variável tamanho que apenas apresentou significância estatística de 10% no modelo (6). Porém, o sinal do coeficiente foi diferente do esperado para as variáveis *Idade* e *Leverage*.

Não foi possível encontrar evidências significativas de que o tamanho da empresa, medido através do logaritmo do ativo total (*SIZE*), está relacionado com menor custo de capital de terceiros.

A tangibilidade apresentou significância estatística de 1%, indicando que quanto maior a tangibilidade, maior o nível de segurança dos credores, refletindo em menor custo de capital de terceiros.

A variável *Leverage* apresentou uma relação negativa com o custo de capital de terceiros, indicando que quanto maior a alavancagem menor o custo. Este resultado apesar de não ser o esperado, também está consistente com os trabalhos de Carmo, Moreira e Miranda (2016) e Nardi e Nakao (2009). Uma possibilidade para o sinal não esperado é que o aumento dos níveis de alavancagem venha junto com

uma exigência maior de garantias, que uma vez apresentadas, poderiam reduzir os juros, mesmo com maior alavancagem.

A variável Idade apresentou uma relação positiva e significativa a 1% com o custo de capital de terceiros, indicando que quanto maior a idade da empresa maior o custo de capital de terceiros. Este resultado apesar de inesperado também foi encontrado por Nardi e Nakao (2009) em estudo com empresas de capital aberto, porém, sem significância estatística.

Os resultados apontam para a importância da qualidade do lucro nas empresas de capital fechado e que o gerenciamento de resultados pode ter impactos financeiros, mesmo controlando por outras variáveis que podem influenciar o custo de capital de terceiros. Os achados podem servir de incentivo para que empresas de capital fechado se preocupem com a qualidade do lucro contábil e inibir práticas de gerenciamento de resultados que poderiam piorar o custo de capital de terceiros da empresa.

Fávero (2013) aponta que a utilização do modelo de efeitos aleatórios pode gerar estimadores inconsistentes quando o modelo de efeitos fixos for o mais indicado e relata que os testes Teste LM de Breusch-Pagan e o teste de Hausman auxiliam na escolha do modelo mais indicado. Conforme já relatado, os testes apontaram o painel de efeitos aleatórios como o mais adequado e os resultados obtidos com o painel de efeitos aleatórios e modelo *pooled* com erros padrão robustos foram convergentes. Apesar disso, optou-se aqui por apresentar também os resultados utilizando o painel de efeitos fixos. Os resultados encontrados pelo modelo de efeitos fixos, apresentados na Tabela 11, não apresentaram significância estatística.

TABELA 11 – RESULTADO DOS MODELOS (5) e (6),
Painel de efeito fixo

	Custo de capital de terceiros x Jones Modificado (5)		Custo de capital de terceiros x Jones Modificado com ROA (6)	
	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
GRJMR	-	-	0,0484	0,759
GRJM	0,1044	0,522	-	-
SIZE	0,0311	0,712	0,0332	0,693
TANGIBILIDADE	-0,0410	0,845	-0,0430	0,838
LC	0,0096	0,616	0,0100	0,600
IDADE	-0,0114	0,501	-0,0119	0,483
LEVERAGE	-0,7354	0.001***	-0,7317	0.001***
BIGFOUR	-	-	-	-
<i>Dummies</i> de ano	Não		não	
N	3.503		3.503	
R-sq	0,000		0,000	
Prop>F	0,000		0,000	

Notas: Dados da regressão em painel de efeito fixo. $GRJM_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (2) no ano t-1; $GRJMR_{i,t-1}$ = valor absoluto dos resíduos da regressão (3) no ano t-1; $SIZE_{i,t-1}$ = logaritmo do ativo total no ano t-1; $IDADE_{i,t}$ = data de constituição da empresa menos 31 de dezembro do ano t da observação; $TG_{i,t-1}$ = imobilizado líquido dividido pelo ativo total, ambos no ano t-1; $LC_{i,t-1}$ = ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ambos em t-1; $LEV_{i,t-1}$ = alavancagem calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e o ativo total, ambos em t-1; A variável $BIGFOUR_{i,t}$ = variável *dummy* que indica se a empresa é auditada por auditoria *Big Four* foi omitida por se tratar de painel de efeito fixo. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%, exceto GRJM, GRJMR, SIZE e BIGFOUR.
 Significância estatística: 10%*, 5%** e 1%***.

Como análise adicional também foram estimadas (5) e (6), que relacionam o gerenciamento de resultados com o custo de capital de terceiros, utilizando o custo de capital de terceiros estimado, considerando o benefício fiscal da dívida. Tais resultados não foram apresentados, porém tiveram mesmo sinal dos coeficientes e mesma significância estatística dos resultados apresentados aqui. Isto ocorreu, pois, a alíquota utilizada para apuração do custo de capital de terceiros líquido de impostos foi a mesma para todas as empresas, uma vez que, os setores com alíquotas diferenciadas não fizeram parte da amostra.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

A relevância econômica das empresas de capital fechado no Brasil desperta o interesse dos estudos relacionados a qualidade do lucro contábil nestas empresas. O gerenciamento de resultados é considerado fator deteriorador da qualidade dos lucros, prejudicando a adequada apresentação da performance da empresa. Uma vez que as empresas no Brasil se financiam preponderantemente de empréstimos, um dos impactos relevantes desta deterioração é o custo de capital de terceiros.

Esta pesquisa procurou apontar se existe relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros de empresas de capital fechado no Brasil. O período pesquisado foi de 2013 a 2017, limitado pela disponibilidade dos dados.

Os dados foram coletados na base de dados *EMIS-Emerging Market Information Services*, que captura informações contábeis divulgadas pelas empresas de capital fechado em jornais e diários oficiais estaduais. A base possibilitou a eliminação de viés de disponibilização voluntária por interesse diverso, apontado como limitação em estudos com empresas de capital fechado.

Os modelos utilizados para a apuração do gerenciamento de resultados foram o modelo Jones Modificado e Jones Modificado com o ROA e os resíduos absolutos dos modelos foram relacionados com o custo de capital de terceiros do ano seguinte, estimado através de rubricas contábeis.

Os achados foram estatisticamente significantes e sugerem que existem evidências de que quanto maior o gerenciamento de resultados maior o custo de capital de terceiros nas empresas de capital fechado.

Os resultados do estudo contribuem para o aumento do conhecimento relacionado às empresas de capital fechado no Brasil e fornecem evidências de que a qualidade do lucro contábil, medida através do gerenciamento de resultados, importa para as empresas de capital fechado. Podem ser de interesse de empresas de capital fechado e analistas de crédito, na medida em que relaciona o gerenciamento de resultado com um impacto financeiro para a empresa.

A potencial contribuição é que os resultados encontrados possam servir de incentivo para a melhoria da qualidade das informações contábeis de empresas de capital fechado, bem como, inibir práticas de gerenciamento de resultado uma vez que seriam precificadas no custo de capital de terceiros.

Como limitação da pesquisa é possível destacar o período utilizado na pesquisa, uma vez que, os dados disponíveis eram de apenas cinco anos e, também, o fato de que somente foram consideradas empresas com dados necessários para o cálculo das variáveis utilizadas nos modelos utilizados.

Além disso, esta pesquisa utilizou uma estimativa para o custo de capital de terceiros calculada através da despesa financeira dividida pelo passivo médio, esta estimativa apresenta algumas limitações como, por exemplo, quando ocorrem variações grandes na dívida dentro do ano ou quando a empresa contabiliza como despesas financeiras outros valores que não os juros da dívida.

Poderiam ser objeto de aprofundamento em pesquisas futuras a não convergência dos resultados nos painéis de efeito fixo e efeito aleatório, a possibilidade de existência de empréstimos subsidiados e a tentativa de detalhamento da despesa financeira, procurando isolar o valor referente aos juros de empréstimos, via notas explicativas.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. F.; ALMEIDA, J. G. Auditing and earnings management: an empirical studies in publicly-traded companies audited by the big four and other auditing firms. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, V. 20, N. 50, P. 62-74, 2009.

BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 83-128, 2005.

BHARATH, S. T.; SUNDER, J.; SUNDER, S. V. Accounting quality and debt contracting. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 1-28, 2008.

BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dez. de 2007. **Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras**. Brasília, DF, dez 2007.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dez. de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Brasília, DF, dez 1976.

CARMO, C. R.; MOREIRA, J. A. C.; MIRANDA, M. C. S. Earnings quality and cost of debt: evidence from Portuguese private companies. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 14, n. 2, p. 178-197, 2016.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, cost of debt capital and capital structure in Brazil. RAM. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 25-46, 2009.

COELHO, A. C.; LIMA, I. S. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 44, n. 3, p. 207-221, 2009.

COELHO, A. C.; GALDI, F. C.; LOPES, A. B. Determinants of asymmetric loss recognition timeliness in public and private firms in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 31, p. 65-79, 2017.

COPPENS, L.; PEEK, E. An analysis of earnings management by European private firms. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 14, n. 1, p. 1-17, 2005.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **The accounting review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59, 2002.

DECHOW, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2, p. 344-401, 2010.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995.

Demografia das empresas: 2015 / IBGE, Coordenação de Metodologia das Estatísticas de Empresas, Cadastros e Classificações. - Rio de Janeiro: IBGE, 2017. 91 p. - (Estudos e pesquisas. Informação econômica, ISSN 1679-480X; n. 29).

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FERREIRA, F. R. et al. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 5, p. 488-501, 2012.

FRANCIS, J. et al. The market pricing of accruals quality. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 2, p. 295-327, 2005.

GIOIELLI, S. P. O.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. **Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs**. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, 2013.

GHOUMA, H. How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 13-29, 2017.

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

HOPE, O.; THOMAS, W. B.; VYAS, D. Financial reporting quality of US private and public firms. **The Accounting Review**, v. 88, n. 5, p. 1715-1742, 2013.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of Accounting & Economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 49, 2009.

LINHARES, F. S.; COSTA, F. M.; BEIRUTH, A. X. Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN**, v. 20, n. 2, p. 295-310, 2018.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **Brazilian Business Review** V. 10, n. 4, p. 1-31, 2013.

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

MINNIS, Michael. The value of financial statement verification in debt financing: Evidence from private US firms. **Journal of accounting research**, v. 49, n. 2, p. 457-506, 2011.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

NARDI, P. C. C. et al. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009.

PAULO, E.; ANTUNES, M. T. P.; FORMIGONI, H. Conservadorismo contábil nas companhias abertas e fechadas brasileiras. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 3, p. 46-60, 2008.

RODRIGUES, R. M. R. C.; MELO, C. L. L.; PAULO, E. Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 16, n. 3, p. 297-314, 2019.

SINCERRE, et al. Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291-305, 2016.

WRUBEL, F. et al. Impactos de outros resultados abrangentes sobre o gerenciamento de resultados. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 27, p. 3-16, 2016.