

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE BH

MARCIO MAGNO DE ABREU

**OS EFEITOS DA LEI ANTICORRUPÇÃO BRASILEIRA SOBRE O NÍVEL DE
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**BELO HORIZONTE
2024**

MARCIO MAGNO DE ABREU

**OS EFEITOS DA LEI ANTICORRUPÇÃO BRASILEIRA SOBRE O NÍVEL
DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Olavo Venturim Caldas

**BELO HORIZONTE
2024**

MARCIO MAGNO DE ABREU

**OS EFEITOS DA LEI ANTICORRUPÇÃO BRASILEIRA SOBRE O NÍVEL
DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contábeis e Administração.

Aprovada em 27 de novembro de 2024.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profº Dr.: OLAVO VENTURIM CALDAS
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profº Dr.: FÁBIO MORAES DA COSTA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

Profº Dr.: JOSÉ BONIFÁCIO DE ARAÚJO JÚNIOR
Universidade Federal de Brasília

AGRADECIMENTOS

Aos meus queridos pais, pela educação, amor e valores a mim transmitidos. Vocês são meus maiores ídolos.

A minha esposa Cristina, pelo apoio e parceria em todos os nossos projetos e aos nossos filhos, Henrique e Davi, que são o combustível da minha vida. Amo vocês eternamente.

Aos colegas e professores de jornada do curso de Mestrado da Fucape Pesquisa e Ensino S.A., pelo convívio e aprendizado.

Aos meus queridos alunos da PUC MG do MBA em Compliance e Governança Corporativa e Contabilidade Internacional por terem sido a inspiração para este trabalho.

Aos amigos da Andrade Gutierrez pelo incentivo e apoio a minha trajetória acadêmica, além de serem meu alicerce profissional e terem me concedido muitas oportunidades para viver na prática tudo aquilo que estudo.

Ao Professor Olavo Venturim pelo apoio durante todo este projeto, sem você tenho certeza de que seria ainda mais difícil.

“Mãe, preciso mudar o curso de nossas vidas, tentar mudar o futuro de nossa família e para isso, preciso estudar. Estou saindo de casa em busca dos meus sonhos, e nele cabe muita gente, não chore”.

(Marcio Magno de Abreu)

RESUMO

O presente trabalho investigou os efeitos da implementação da Lei Anticorrupção brasileira sobre o nível de gerenciamento de resultados das empresas listadas na B3. O objetivo geral do estudo foi verificar se os efeitos da Lei repercutiram nas práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais, dado que a Lei incentiva investimentos em controles internos, programas de compliance e integridade para atenuar sanções imposta pela Lei. A pesquisa foi realizada utilizando uma base de dados composta por empresas listadas na B3 durante o período de 2009 a 2017. A metodologia empregada envolveu a utilização de um modelo de regressão de efeitos fixos e aleatórios, em dados em painel. Os resultados da análise confirmaram a hipótese de pesquisa, demonstrando que a Lei Anticorrupção teve um impacto na redução do gerenciamento de resultados operacionais e por *accruals* por parte das empresas investigadas. Este estudo contribui para a compreensão dos efeitos das políticas anticorrupção na prática de gerenciamento de resultados e tem implicações importantes para a governança corporativa e regulamentação no contexto brasileiro.

Palavras-chave: Lei Anticorrupção; gerenciamento de resultados; dados em painel; regressão de efeitos fixos e aleatórios.

ABSTRACT

The present research investigated the effects of the implementation of the Brazilian Anti-Corruption Law on the level of earnings management of companies listed on B3. The general objective of the study was to verify whether the effects of the Law had repercussions on earnings management practices through accruals and operational decisions, given that the Law encourages investments in internal controls, compliance and integrity programs to mitigate sanctions imposed by the Law. The research was carried out using a database composed of companies listed on B3 during the period from 2009 to 2017. The methodology used involved the use of a fixed and random effects regression model, on panel data. The results of the analysis confirmed the research hypothesis, demonstrating that the Anti-Corruption Law had an impact on reducing the management of operational results and accruals by the companies investigated. This study contributes to understanding the effects of anti-corruption policies on earnings management practice and has important implications for corporate governance and regulation in the Brazilian context.

Keywords: Anti-Corruption Law, earnings management, B3, fixed and random effects regression.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estrutura de dados	38
Tabela 2 – Teste de diferença de médias	49
Tabela 3 - Estatística descritiva.....	51
Tabela 4 - Matriz de correlação.....	52
Tabela 5 - Resultados da regressão: GRDO x lei anticorrupção.....	53
Tabela 6 - Resultados da regressão: GRA x lei anticorrupção.....	54
Tabela 7 - Resultados da regressão: GRDO X lei anticorrupção (t=2013 a 2015)	56
Tabela 8 - Resultados da regressão: GRA X lei anticorrupção (t=2013 a 2015).....	56
Tabela 9 - Variável de tratamento: frequência, participação relativa (%) e acumulada	57
Tabela 10 - Comparação dos grupos das empresas tratadas e controles no período anterior a lei anticorrupção: 2009-2013.....	57
Tabela 11	58
Tabela 12 - Teste de tendência paralela: resultados das estimações DiD de efeito fixo (ef) para o período de pré-tratamento (2012-2014).....	59
Tabela 13 - Resultado da estimação.....	61

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 A LEI ANTICORRUPÇÃO BRASILEIRA E OS IMPACTOS ESPERADOS COM SUA IMPLEMENTAÇÃO.....	15
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	20
2.2.1 Gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO)	22
2.2.2 Gerenciamento por <i>accruals</i> (GRA).....	27
2.3 LEI ANTICORRUPÇÃO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	33
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA DA B3 ...	35
3 METODOLOGIA	37
3.1 TRATAMENTO DOS DADOS	37
3.2 MODELO ECONOMETRICO	39
3.3 TESTES DE ROBUSTEZ.....	48
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	51
4.1 RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES	51
4.1.1 Modelos de efeitos fixos	53
4.1.2 Modelo de diferenças em diferenças	56
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
REFERÊNCIAS	66

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O fenômeno de interesse nesta pesquisa é o gerenciamento de resultados, prática pela qual os gestores das companhias apresentam um comportamento oportunista na seleção de práticas contábeis que beneficiem os interesses das empresas. Embora não necessariamente ilegal, essa prática pode causar efeitos tanto negativos quanto positivos nos resultados contábeis, dependendo do objetivo da administração (Mohanran,2003). Em alguns casos, os gestores buscam agravar temporariamente os resultados para obter ganhos futuros (Healy, 1985). No contexto brasileiro, a Lei Anticorrupção (Lei n. 12.846/2013) trouxe novas regulamentações que podem impactar esse tipo de prática.

Essa prática pode resultar tanto em deterioração quanto em melhoria dos resultados contábeis, já que nem sempre o objetivo da administração é apresentar um saldo positivo, conforme estudo de Healy (1985), que identificou situações em que os administradores são pagos com base no desempenho contábil e quando este se mostra insatisfatório, a ponto de não atingir as metas estabelecidas, e onde nenhuma prática contábil poderia alterar essa situação, surgem incentivos para agravar ainda mais os resultados contábeis. Esses efeitos adversos poderiam ser corrigidos em períodos subsequentes com o intuito de alcançar as metas de desempenho.

Estudos anteriores, como os de Martinez (2001) e Almeida et al. (2019), investigaram como o gerenciamento de resultados ocorre no Brasil, com foco nas empresas listadas na Bolsa de Valores (B3). Pesquisas internacionais, como as de Cohen et al. (2008) e Zang (2012), exploraram o impacto de regulamentações,

como a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) nos Estados Unidos, na qualidade dos números reportados, sugerindo que legislações mais rígidas podem inibir o gerenciamento de resultados. No contexto brasileiro, Almeida et al. (2019) buscaram entender se a Lei Anticorrupção tem o mesmo potencial de inibição.

Martinez (2001) buscou evidenciar como as empresas brasileiras listadas na bolsa administram suas informações contábeis através de decisões operacionais. Ele constatou que organizações que manipulam "artificialmente" seus resultados conseguem atrair investidores no curto prazo; contudo, ao longo do tempo, o mercado reconhece essas práticas e as penaliza com desempenhos acumulados inferiores. Assim, conclui-se que a gestão de resultados tem um impacto temporário e, gradualmente, a verdadeira situação da empresa se revela.

A pesquisa que norteou o presente trabalho foi o estudo de Almeida et al. (2019) que investigou o impacto da Lei Anticorrupção implementada no Brasil em 2013 sobre os níveis de gerenciamento de resultados das empresas listadas na B3, analisando se a regulamentação tem o potencial de inibir práticas contábeis oportunistas. Baseados em modelos econométricos de Roychowdhury (2006), os autores utilizaram dados de 2000 a 2017, e encontraram que mudanças regulatórias, como a Lei Anticorrupção, exigem que as empresas invistam em programas de compliance, melhorias nos controles internos e na governança corporativa, o que pode reduzir os riscos de litígio e promover maior transparência contábil. Além disso, a pesquisa fez uma analogia com a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) dos EUA, mostrando como legislações semelhantes ajudaram a melhorar a qualidade dos números reportados. Apesar dos achados promissores, os autores sugerem que avanços metodológicos que ainda são necessários para fortalecer as conclusões e entender melhor os efeitos da lei.

Koprowski et al. (2021) destacam que o governo brasileiro tomou medidas importantes ao aprovar a Lei Anticorrupção e o Decreto nº 8.420/2015, reforçando a necessidade de programas de integridade e ética (compliance). Essas iniciativas, ao estabelecer diretrizes para os processos internos e auditoria, encorajam a denúncia de práticas irregulares. A expectativa é que, com a adaptação das empresas às novas exigências, como a ampliação dos controles internos e o fortalecimento da governança, o gerenciamento de resultados seja cada vez mais inibido.

De forma complementar, a consultoria KPMG (2019) conduziu uma pesquisa sobre compliance no Brasil, avaliando o progresso das empresas em relação à implementação da Lei Anticorrupção. O estudo incluiu 450 organizações de diferentes setores e regiões, revelando que as empresas estão cada vez mais conscientes da necessidade de investir em políticas de conformidade. O orçamento destinado à prevenção da corrupção aumentou, e a maioria das empresas (72%) relatou ter oferecido treinamento sobre ética e conduta corporativa. Esses avanços reforçam a importância da Lei Anticorrupção no fortalecimento das boas práticas empresariais.

Assim, estudos anteriores de Cohen et al. (2008), Zang (2012), Bunkanwanicha e Greusard (2018) e Hong e Andersen (2011) também reafirma essa análise, destacando como normas semelhantes impactaram a qualidade dos relatórios financeiros em diferentes contextos.

Apesar de relevantes, os estudos anteriores deixam lacunas sobre a influência da Lei Anticorrupção no gerenciamento de resultados, especialmente devido à escassez de pesquisas com dados mais próximos da implementação da legislação e à necessidade de métodos mais robustos para analisar o impacto.

Dado este contexto, a presente pesquisa tem como objetivo investigar se a Lei Anticorrupção reduziu os níveis de gerenciamento de resultados em empresas brasileiras listadas na B3, entre 2009 a 2017, utilizando um modelo econométrico mais abrangente e robusto que inclui novas variáveis e testes adicionais para validar os resultados.

A motivação da pesquisa vai ao encontro da crise de credibilidade de investidores em relação aos resultados de grandes empresas brasileiras que se viram envolvidas na Operação Lava Jato, fazendo com que o tema ganhasse grande relevância no mercado (Castro, et al., 2018). Diante destes escândalos de corrupção envolvendo diversas empresas, o país busca reduzir a prevalência dessa cultura organizacional que se envolve em práticas corruptas contra o setor público (Begnini et al., 2022).

Em 1 de agosto de 2013, temos no Brasil a promulgação da Lei Anticorrupção, nº 12.846 (Brasil, 2013), a qual aborda, já no primeiro artigo, a responsabilização administrativa e civil de entidades jurídicas que praticarem ações que violem a administração pública, tanto nacional quanto internacional. (Brasil, 2013).

Diante do que foi mencionado, tem-se o seguinte problema de pesquisa: Qual a influência da Lei n. 12.846/2013 (Lei Anticorrupção) no nível de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na B3? Embora o objetivo central da Lei Anticorrupção seja evitar práticas de corrupção nas empresas, este estudo tem como propósito geral investigar se ela exerce um efeito marginal na redução do gerenciamento de resultados. A pesquisa busca avaliar a efetividade da lei nesse aspecto, analisando se as medidas de *compliance* e

aprimoramento da governança, exigidas pela legislação, também impactam as práticas contábeis oportunistas.

Justifica-se o estudo, uma vez que, no Brasil tem pouca literatura abrangente que aborde a lei anticorrupção e como ela pode influenciar o gerenciamento de resultados e informações divulgadas aos investidores (Almeida, et al., 2019). Além disso, os resultados da pesquisa podem ser relevantes para os órgãos de controle e os legisladores avaliarem a efetividade da legislação, não apenas em aspectos punitivos, mas também para melhoria das práticas empresariais.

Ao revisar a literatura disponível e as lacunas de pesquisa identificadas, decidiu-se realizar o estudo abrangendo o período de 2009 a 2017, contemplando quatro anos anteriores e quatro posteriores da promulgação da Lei no ano de 2013. Dessa forma, o estudo concentra-se no gerenciamento de resultados antes e depois da implementação da legislação, mantendo-se próximo desse fenômeno. Além disso, verificou-se também o comportamento do gerenciamento de resultado frente a nova legislação em grupos de empresas com níveis diferentes de governança (grupo de tratamento e grupo de controle), robustecendo a pesquisa e afastando interpretações precipitadas dos resultados.

A relevância da pesquisa se dá pela escassez de estudos com abordagem de mensuração de efeitos entre a lei anticorrupção e gerenciamento de resultados em período mais próximo de sua promulgação, testando aspectos temporais do impacto da lei, além de contribuir para o mercado enquanto a capacidade de legisladores e órgãos de controle contribuírem para a melhoria das relações de mercado, ou seja, a pesquisa contribui para o mercado compreender se as legislações que impulsionam investimentos em mecanismos de controle, seja para

evitar multas pecuniárias ou crise de imagem, são eficazes ou não para redução de gerenciamento de resultados, contribuindo para relações mais éticas entre *players* do mercado e conseqüentemente uma concorrência mais leal, sendo essas lacunas de pesquisa que este estudo poderá contribuir.

Diante da natureza dos dados, com painel desbalanceado dos anos entre 2019 e 2017, o modelo econométrico utilizado foi o painel de efeitos fixos e aleatórios e em análise complementar, foi usado o modelo econométrico de diferenças em diferenças (DiD) utilizando grupo de tratado e de controle.

Por fim, os resultados apontam que a lei anticorrupção reduz as práticas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais em média de 0,0104 e 0,0125, considerando dois modelos de estimação, respectivamente. Também houve um resultado significativo para o gerenciamento por *accruals*, tanto para os modelos Jones quanto para o modelo Jones Modificado, isto é, a Lei impactou na redução dos níveis de gerenciamento por escolha contábil.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A LEI ANTICORRUPÇÃO BRASILEIRA E OS IMPACTOS ESPERADOS COM SUA IMPLEMENTAÇÃO

A corrupção influencia as economias, prejudicando o avanço social e a expansão econômica. Sua ocorrência difere entre os países, sendo mais frequente em nações em desenvolvimento, o que pode impactar os índices de inovação (Yetika & Hein, 2023).

De acordo com Batrancea et al. (2018) corrupção é geralmente entendida como a utilização de recursos públicos em benefício privado, o que impacta negativamente tanto as economias quanto os indivíduos em múltiplas camadas, afetando, por exemplo, o avanço social de uma nação. Além disso, gera efeitos duradouros, como danos à promoção do desenvolvimento econômico .

Assim, a corrupção influencia diretamente o desempenho econômico de um país, pois interfere nas escolhas de investimentos, reduz o crescimento econômico e altera a destinação dos gastos públicos (Yetika & Hein, 2023).

Na busca de um conceito mais específico sobre corrupção, a Controladoria Geral da União – CGU, aponta corrupção como uma relação social (de caráter pessoal, extramercado e ilegal), onde ocorre uma interação não comercial e ilícita entre indivíduos ou grupos de indivíduos (corruptos e corruptores), com a finalidade de deslocar recursos financeiros da sociedade ou dos fundos públicos para satisfazer interesses exclusivamente pessoais. Essa dinâmica implica em favores sendo trocados entre os envolvidos e frequentemente a remuneração dos

corruptos é feita através de subornos ou qualquer forma de benefício, gratificação ou bonificação. (CGU, 2009).

De acordo com Garcia e Teodósio (2020), o Brasil figura entre os países que apresentam altos índices de corrupção, o que afeta negativamente as relações econômicas, sociais e judiciárias, comprometendo a confiança e o bem-estar da população. Desde a década de 1980, o Estado tem se esforçado para implementar reformas institucionais e alinhar-se aos padrões internacionais, visando regular, estabelecer mecanismos de controle e fortalecer o sistema judiciário. Contudo, não se observa um progresso significativo nesse aspecto. As reformas promovidas nas décadas de 1980 e 1990 na estrutura dos sistemas federais de contabilidade e controle público mostraram-se insuficientes para evitar que a corrupção se tornasse uma realidade cotidiana.

Atualmente, as instituições públicas encarregadas do monitoramento governamental têm revelado, de forma sem precedentes, as relações contestáveis entre as elites privadas e políticas no Brasil. Essas revelações têm contribuído para uma percepção cada vez mais desfavorável em relação à corrupção no país. Os dados demonstram um aumento significativo na percepção da corrupção desde o início da Operação Lava Jato em 2014. Conforme o Índice da Transparência Internacional, o Brasil sofreu uma queda de 35 posições entre 2014 e 2018, passando da 69^a para a 105^a colocação (Garcia & Teodósio, 2020).

O baixo cumprimento das leis e com deficitária fiscalização dos órgãos de controle, acabam por encorajar empresas às práticas antiéticas (Halter et al., 2009). Corroborando com esta percepção, os achados da pesquisa Nguyen e Dijk (2012), detectaram que a habilidade de executar leis e garantir sua aplicação, juntamente com a possibilidade de acessar propriedades, pode reduzir o nível de

corrupção e são pontos associados ao baixo nível de burocratização e alta eficiência do governo.

Neste sentido, com o intuito de evitar condutas de corrupção, o governo brasileiro aprovou a Lei 12.846, de 01 de agosto de 2013, popularmente conhecida como LAC – Lei Anticorrupção e foi utilizada em acordos realizados com diversas companhias arroladas na Operação Lava Jato. (Castro et al., 2018).

Segundo o Pacto Global da Organização das Nações Unidas - ONU, as companhias têm a responsabilidade de lutar contra a corrupção em suas diversas manifestações, como extorsão e propina. O problema da corrupção não se restringe mais ao âmbito local, pois se tornou uma questão global que requer esforços e colaboração internacionais para ser combatida (UNODC, s.d.).

Segundo Quaglia (2007), a convenção destaca a relevância de recuperar ativos em casos de corrupção. É viável buscar, bloquear e ressarcir valores desviados para o exterior por meio da colaboração entre autoridades policiais e judiciárias. Ainda segundo o autor, países em desenvolvimento e mais ricos têm responsabilidades nesse processo e sem vontade política interna, a corrupção continuará impune.

Ainda de acordo com Castro et al. (2018), a motivação para o Brasil elaborar Lei Anticorrupção, de forma específica, nasceu quando o país se comprometeu com a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD), durante a convenção global de junho de 2002, onde foi discutida a formulação de uma legislação sobre práticas de suborno, tanto internas quanto externas. Após onze anos desde esse compromisso, a Lei Anticorrupção finalmente foi aprovada.

Conforme apontado por Gabardo e Morettini (2015), é importante ressaltar que, antes da adoção da norma em questão, não havia no Brasil uma legislação que permitisse a aplicação de sanções às pessoas jurídicas diretamente envolvidas em casos de suborno internacional. Essa situação caracteriza uma evidente transgressão ao artigo 2 da Convenção da OCDE, que visa combater a corrupção de agentes públicos estrangeiros em transações comerciais internacionais. O artigo 3 da mesma convenção estipula que, na eventualidade de a responsabilidade criminal não ser atribuída às pessoas jurídicas conforme o ordenamento jurídico do Estado membro, os países signatários devem instituir sanções não criminais que sejam efetivas, proporcionais e dissuasivas. Isso inclui penalidades civis e administrativas, bem como multas financeiras.

O objetivo principal da lei é combater práticas prejudiciais ao erário público. Uma das principais inovações trazidas pela legislação foi a criação de sanções para empresas envolvidas em atos de corrupção, as quais não existiam ou tinham pouco impacto financeiro e criminal até então. Por exemplo, as empresas consideradas responsáveis por corrupção podem agora receber multas equivalentes a até 20% do seu faturamento, conforme estabelece o artigo 6º da lei nº 12.846 (Castro et al., 2018).

De acordo com Ribeiro e Diniz (2015), a lei anticorrupção representa um incentivo autêntico e genuíno para promover a ética e combater a corrupção nas empresas, o que, por sua vez, favorece o avanço dos programas de compliance. Cella et al. (2017) mencionam que as sanções previstas nessa lei podem atingir até 20% do faturamento da organização, além de ressaltar que a penalização nunca será menor que o ganho indevido resultante de ações ilícitas contra a administração pública.

A Lei nº 12.846 (Brasil, 2013) marca um avanço significativo ao estabelecer a responsabilidade objetiva, tanto no campo civil quanto administrativo, para as empresas que cometem atos prejudiciais contra a administração pública brasileira ou estrangeira e não só às pessoas físicas.

De acordo com Marrara (2015) a consolidação plena de acordos de colaboração das pessoas jurídicas, conhecido como acordo de leniência, tornou-se instrumento de consensualização nos procedimentos administrativos punitivos, oficializada com a promulgação da Lei Anticorrupção. Compete à Controladoria-Geral da União (CGU) a condução de diversos processos administrativos, abrangendo desde a instauração até o julgamento dos casos de responsabilização, bem como a celebração de acordos de leniência no contexto do Poder Executivo Federal. (Brasil, 2013).

Em seu Artigo sétimo, a Lei Anticorrupção trata de situações que serão levadas em consideração na aplicação de sanções. Entre as situações citadas que agravam a punição por ato lesivo, traz também situações que podem atenuar essas sanções, tais como: VII - cooperação da pessoa jurídica para apuração das infrações ; VIII - a existência de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica. (Brasil, 2013).

De acordo com Ribeiro e Diniz (2015) é possível afirmar que os investimentos iniciais em compliance costumam ser mais econômicos do que as despesas e penalidades associadas à detecção de atividades fraudulentas. Associando esses pontos com o cerne teórico sobre gerenciamento de resultados, que abrange questões de conflitos de interesse e a racionalidade em torno dos

objetivos individuais é esperado que uma lei anticorrupção desencoraje essa prática prejudicial (Walker, 2013).

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Antes do início desta seção, é imperativo definir o que é gerenciamento de resultados. De acordo com Healy e Wahlen (1999), gerenciamento de resultados é caracterizado pela utilização de julgamento por parte dos gestores nas demonstrações financeiras e na condução das operações contábeis. Tem o propósito de modificar informações contábeis objetivando influenciar determinados *stakeholders* a despeito da performance financeira econômica de empresas ou até mesmo para impactar os resultados contratuais que estão vinculados aos números contábeis apresentados.

Segundo Reis et al. (2015), as demonstrações financeiras representam o canal primordial de comunicação entre a administração e os vários *stakeholders* interessados na situação econômica e financeira da entidade que as divulga, sendo que, por meio dessas informações, os usuários das demonstrações financeiras tomam as mais diversas informações acerca da saúde econômica e financeira das empresas analisadas. Segundo Paranhos (1969) a contabilidade é um sistema de informações integrado que busca fornecer aos gestores, por meio da integração harmoniosa entre as várias fontes de dados da empresa, os elementos mais apropriados para auxiliar em suas tomadas de decisão.

Martinez (2013), aborda o aumento de pesquisas sobre gerenciamento de resultados, principalmente a partir de estudos seminais impulsionados, principalmente, pela pesquisa de Jones (1991) e na literatura sobre o tema, se destacam duas modalidades de gerenciamento de resultados, sendo:

gerenciamento de resultados por *accruals* e gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Zang (2012) investigou o *trade-off* entre a manipulação de atividades operacionais e o gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, demonstrando empiricamente que as empresas utilizam diferentes estratégias para gerenciar seus resultados ou os utilizam de forma concomitante.

O gerenciamento de resultados por *accruals* refere-se ao uso de estimativas contábeis e ao reconhecimento de receitas e despesas de maneira a ajustar os resultados financeiros sem que haja mudanças reais nas operações da empresa. Estudos como os de Jones (1991), Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005) têm explorado as diferentes formas como as empresas utilizam os *accruals* discricionários para ajustar seus resultados. Essas práticas podem incluir, por exemplo, a manipulação de provisões, ajustes no valor de ativos e passivos, e o reconhecimento antecipado ou postergado de receitas.

Por outro lado, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais envolve a modificação real das operações da empresa para influenciar o desempenho financeiro. Essa forma de gerenciamento é mais difícil de ser detectada e pode incluir ações como a alteração de políticas de produção, vendas e despesas de marketing, conforme discutido por Roychowdhury (2006) e Gunny (2010). Ao realizar ajustes nas operações reais, a administração pode influenciar os fluxos de caixa operacionais e, conseqüentemente, os resultados contábeis, sem recorrer à manipulação direta de *accruals*.

Diante disso, focar apenas em uma das metodologias seria um erro, pois de acordo com Zang (2012) ainda não existem evidências suficientes para determinar o momento apropriado para aplicar cada uma delas. Como foi observado nos

diversos estudos mencionados ao longo do referencial teórico, várias questões precisam ser consideradas. Entretanto, é importante destacar que o objetivo deste trabalho não é identificar os *trade-offs* entre os métodos, mas sim analisar o impacto geral no gerenciamento de resultados, independentemente do método utilizado.

A compreensão e distinção entre essas práticas são essenciais para os estudos sobre a qualidade da informação contábil e com similar importância para este estudo, o que será mais bem detalhado nos tópicos 2.2.1 e 2.2.2.

2.2.1 Gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRDO)

Existem várias teorias que podem ajudar os gestores na tomada de decisões relacionadas ao gerenciamento de resultados. A teoria da agência, por sua vez, aborda os conflitos de interesse entre acionistas e gestores, fornecendo argumentos convincentes para acreditar que o gestor pode não agir sempre em consonância com os interesses dos acionistas. Isso pode ocorrer através da violação de normas contratuais ou da adoção de um nível de esforço que favorece mais o agente do que o principal. (Reis et al., 2015).

Segundo Nardi e Nakao (2009) os gestores, ao buscarem maximizar seu esforço, têm incentivos para fazer escolhas contábeis que beneficiem suas remunerações. A empresa é vista como um conjunto de contratos que estabelece relações de agência, onde prevalece a maximização dos objetivos individuais. A informação contábil e os contratos de incentivos surgem como ferramentas para gerenciar resultados e contornar situações de agência. Os gestores utilizam a liberdade permitida pela legislação para atender a seus interesses privados.

Reis et al. (2015) empreenderam uma pesquisa para investigar se as companhias brasileiras listadas na B3, no intervalo de tempo compreendido entre 2008 e 2013, recorreram ao gerenciamento de resultados através de decisões operacionais quando próximas de divulgar resultados financeiros negativos. Ao utilizar modelos de regressão, os achados indicaram que tais empresas optaram por manipular as despesas relacionadas às vendas, despesas gerais e administrativas como estratégia para evitar a publicação de perdas.

Fundamentado nas evidências observadas no contexto brasileiro, os gestores encontram-se limitados a administrar as operações mediante a diminuição das despesas operacionais, que englobam custos gerais, de vendas e administrativos. Essa situação parece ser atribuída à rigidez do processo produtivo e à carência de recursos que as empresas locais enfrentam. Sob a perspectiva dos investidores, os dados indicam que as organizações tendem a evitar demonstrar prejuízos ao conduzir suas operações em conformidade com o mercado de capitais (Reis et al., 2015).

A discricionariedade dos gestores para praticarem o gerenciamento de resultados está associada a existência de práticas contábeis diferenciadas, porém aceitas no arcabouço normativo, nos aspectos de mensuração, reconhecimento e divulgação de eventos econômicos empresariais, que dependem de julgamentos por parte de seus gestores. Esses julgamentos que afetam os apontamentos contábeis, principalmente no reconhecimento de provisões para perdas, contingências, valor justos de ativos, testes de *impairment* etc. são conhecidos na literatura acadêmica de gerenciamento com *accruals* (Goulart, 2007).

Neste sentido e buscando associar o grau de alavancagem financeira com gerenciamento de resultados de companhias abertas brasileiras, Coelho e Lopes

(2007) citam que as decisões sobre ajustes contábeis são tomadas com o objetivo de equilibrar os lucros com os fluxos de caixa ou para modificar, de forma voluntária, as decisões econômicas dos grupos ligados à empresa, beneficiando gestores ou acionistas majoritários.

Fekiri (2019) enfatiza que a existência de escolhas contábeis e políticas contábeis diversificadas e padronizadas pelo sistema contábil criam liberdade para os gestores manipularem a qualidade da informação. Isto é, uma situação de assimetria de informação pode levar os gestores de empresas falidas a adotarem escolhas de forma a influenciar a percepção de risco por parte dos seus parceiros. Os autores utilizaram um modelo econométrico de gerenciamento de resultados operacionais e *accruals* para identificar a relação entre a rentabilidade da empresa e a gestão de resultados. O autor conclui, considerando a amostra de empresas da Tunísia, que houve manipulações contábeis discricionárias publicada pelas empresas.

Os autores Ribeiro et al. (2022) analisaram o ciclo de vida das empresas e o gerenciamento de resultados. As empresas em crescimento tendem a usar menos *accruals* discricionários (GRA), enquanto aquelas em declínio são mais propensas a adotá-los. Quanto às decisões operacionais (GRDO), empresas em crescimento têm menos cortes nas despesas discricionárias, enquanto as em declínio aumentam esses cortes para inflar os lucros. A transição para o declínio está ligada ao aumento no uso tanto de GRA quanto de GRDO, sugerindo que essas empresas recorrem a várias estratégias para mascarar instabilidades nos lucros.

Rocha et al. (2022) analisaram o vínculo entre força de trabalho e gerenciamento de resultados. A partir da análise de uma amostra composta por

119 empresas listadas na B3 no período de 2012 a 2018, observou-se que a força de trabalho tem um impacto negativo no gerenciamento de resultados através de *accruals*, o que reforça a importância do poder dos trabalhadores nas decisões contábeis.

A investigação conduzida por Sena et al. (2023) abordou a relação entre a qualidade das notas explicativas e o gerenciamento de resultados em companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018. Por meio da implementação de um modelo econométrico e da análise de regressão utilizando dados em painel, constatou-se que não há uma correlação estatisticamente significativa entre a legibilidade das notas explicativas e a prática de gerenciamento de resultados. Esses resultados sugerem que, mesmo nas empresas que frequentemente adotam estratégias de gerenciamento de resultados, a legibilidade das notas explicativas aparentemente não exerce influência.

Dal Magro et al. (2023) citam que foi observado que o respeito às boas práticas de governança corporativa tem impacto nas estratégias de manipulação de resultados financeiros em empresas listadas no Brasil no período de 2015 a 2019. Os achados indicam que organizações com melhor governança tendem a ser mais cautelosas em relação às suas divulgações, levando a resultados desfavoráveis na prática de manipulação de resultados.

O estudo de Graham et al. (2005) destaca a importância das decisões operacionais no gerenciamento de resultados e como elas podem influenciar os números financeiros divulgados pelas empresas. A pesquisa entrevistou 400 executivos (CFOs) de portes diferentes de empresas americanas. Os resultados indicam que os gestores preferem tomar medidas econômicas que possam ter

consequências negativas a longo prazo do que fazer escolhas de gerenciamento contábil dentro das práticas contábeis para gerir os lucros.

A pesquisa de Roychowdhury (2006) foi norteadora sobre a temática de gerenciamento de resultados. O estudo examinou como as empresas podem manipular seus resultados financeiros por meio de decisões operacionais, como ajustes nos níveis de produção e investimentos. O autor analisou uma amostra de empresas listadas em mercados financeiros e utilizou modelos econométricos para identificar os efeitos das decisões operacionais no gerenciamento de resultados.

Dechow et al. (1995) e Roychowdhury (2006), citam que os níveis anormais são caracterizados por meio de proxies das variáveis de gestão por meio de decisões operacionais. Tais níveis são avaliados pela disparidade entre o valor observado efetivo e a estimativa derivada da utilização dos modelos. Segundo Roychowdhury (2006) pode-se inferir sobre a manipulação de resultados usados para estimar os níveis normais de três maneiras, pelos custos de produção, pelas despesas discricionárias e pelo fluxo de caixa das operações.

Não obstante ao método destacado para estudar gerenciamento de resultados *por accruals* ou decisões operacionais, o objetivo central é levar as partes interessadas a uma percepção distorcida da atual situação financeira da empresa. (Cupertino et al., 2016).

Dada a revisão da literatura frente ao objetivo da pesquisa, dar-se-á as seguintes hipóteses:

H_{1a} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados operacional.

H_{1b} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados operacional imediatamente após a sua promulgação.

2.2.2 Gerenciamento por *accruals* (GRA)

O gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) é fruto de extensa pesquisa de matéria contábil, devido ao seu papel fundamental no gerenciamento e direcionamento dos resultados financeiros das empresas. De acordo com Healy e Wahlen (1999), o uso de estimativas e julgamentos pela administração abre caminho para a prática do Gerenciamento de Resultados, na qual os gestores fazem escolhas contábeis consideradas discricionárias, podendo distorcer a situação econômica e financeira da empresa.

Nos estudos de Jones (1991) e Dechow et al. (1995), foram elaborados modelos para auxiliar na análise do gerenciamento de resultados por meio da investigação das acumulações (*accruals*). De acordo com Paulo et al. (2007), as acumulações (*accruals*) representam a diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional, sendo essencialmente uma forma de seguir o princípio contábil do regime de competência. A finalidade desse modelo é avaliar o desempenho sob uma perspectiva econômica, independentemente da concretização financeira, ou seja, se houve efetivamente entrada ou saída de recursos monetários.

Para analisar o nível de gerenciamento de resultados, (Dechow et al., 1995) destaca que o modelo econométrico de Jones (1991) foi adaptado no sentido de mensurar os *accruals* discricionários incluindo a variação dos recebíveis, o que ficou conhecido como Jones modificado, resultando em relevante controle de nível de gerenciamento de resultados das companhias usado em diversos estudos.

Dechow et al. (1995) abordam uma visão crítica de como detectar práticas de gerenciamento de resultados. Destacaram diferentes métodos e abordagens utilizadas na literatura contábil para identificar sinais de manipulação de resultados. Os autores destacam a importância da distinção entre *accruals* discricionários e não discricionários para detectar gerenciamento de resultados. Eles propõem métodos estatísticos, como análise de regressão e comparações de tendências, para identificar padrões incomuns nos dados financeiros que podem indicar manipulação de resultados.

A novidade da pesquisa dos autores foi a mensuração dos *accruals* não discricionários, que são representados pelo ativo total no período anterior, variação de vendas, oscilação de contas líquidas a receber e imobilizado. Além disso, Dechow et al. (1995) enfatizam a importância de considerar diferentes contextos e características das empresas ao avaliar a possibilidade de gerenciamento de resultados.

De acordo com Paulo et al. (2007), pesquisas que utilizam acumulações como fundamento estimam a quantidade total de *accruals* por meio de modelos econométricos, visando analisá-las em relação a elementos que refletem as mudanças no contexto financeiro, econômico e na empresa em questão. A detecção do gerenciamento de resultados é realizada com base nos resíduos do modelo, os quais são interpretados como um indicador das acumulações anormais (discricionárias). Além disso, os autores argumentam que, embora se presuma implicitamente que os *accruals* totais ajustados pelos ativos totais permanecem estáveis ao longo do tempo, é possível observar que uma parte da variação registrada durante o período estudado pode ser atribuída à reversão dos *accruals* de períodos anteriores. É relevante salientar que nem toda acumulação implica

uma prática de manipulação das informações contábeis; o que realmente se analisa é a utilização anômala da quantia de acumulações, considerando os demais fatores econômicos e financeiros envolvidos.

Cheng e Warfield (2005) analisaram o impacto das motivações para prática de GRA, revelando *insights* sobre como os sistemas de remuneração variáveis podem influenciar o comportamento contábil das empresas.

A detecção do gerenciamento de resultados por *accruals* ocupa papel relevante na literatura contábil. Dechow et. al. (1995) revisaram os métodos para identificar práticas de gerenciamento de resultados, destacando a importância de distinguir entre *accruals* discricionários e não discricionários. Burgstahler e Dichev (1997) investigaram o uso do gerenciamento de resultados para evitar declínios nos lucros, fornecendo *insights* sobre como as empresas manipulam seus resultados para atender às expectativas do mercado.

A implementação de regulamentações contábeis, como a Sarbanes-Oxley Act (SOx)¹, teve um impacto significativo nas práticas de gerenciamento de resultados. Cohen et al. (2008) compararam o GRA antes e depois da implementação da Sarbanes-Oxley Act, destacando como as mudanças regulatórias influenciaram o comportamento das empresas. Kothari et al. (2005) propuseram medidas de *accruals* discricionários que levam em conta as decisões operacionais das empresas, fornecendo uma abordagem mais abrangente para avaliar o gerenciamento de resultados. Os autores utilizam dados de empresas listadas em mercados financeiros e modelos econométricos para desenvolver

¹ Em 2002, o Congresso dos Estados Unidos aprovou a lei Sarbanes-Oxley (SOx) com o objetivo de proteger investidores e partes interessadas de fraudes financeiras. O surgimento da Sarbanes-Oxley se deu em resposta aos escândalos envolvendo empresas como Xerox (tecnologia da informação) e Enron (energia).

medidas mais precisas de *accruals* discricionários, destacando seu papel nas práticas de gerenciamento de resultados.

Neste mesmo sentido, Almeida et. al (2019), se empenharam a analisar o comportamento dos métodos de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras listadas na B3 frente a mudança normativa com a implementação da Lei anticorrupção implementada no Brasil em de 2013, com a hipótese subjacente de que a mudança normativa teria potencial para reduzir níveis de gerenciamento de resultados dessas empresas, porém com modelo econométrico limitado a testar o impacto antes e depois da Lei, sem testes de robustez com grupos de controle e de tratamento, com série temporal distante da variável de controle, neste caos a Lei Anticorrupção. A contribuição desta pesquisa é exatamente um modelo econométrico mais robusto, com testes para aferir os resultados detectados.

Em outro estudo que analisou o comportamento do GRA frente a uma mudança normativa relevante, Lee (2019) examinou o gerenciamento de resultados em torno da adoção obrigatória das IFRS, testando empiricamente os efeitos das mudanças nas normas contábeis na manipulação de resultados. O estudo compara os períodos pré e pós-adoção das IFRS em termos da qualidade relativa dos lucros. Os resultados mostram que as empresas reportaram menos lucros geridos no período pós-IFRS do que no período pré-IFRS. Além disso, um resultado adicional mostrou que o efeito das IFRS nas informações contábeis é mais forte em indústrias competitivas. Já as pequenas empresas que sofrem com a falta de recursos internos e um ambiente de informação inferior beneficiam mais com a adoção das IFRS. Em última análise, este estudo conclui que a adoção das IFRS melhora a sustentabilidade global das informações contábeis, gerando impacto no nível de GRA.

A qualidade dos *accruals* também é uma preocupação importante na literatura contábil. Mediante esta afirmação, Francis et al. (2005) avaliaram como o mercado precifica a qualidade dos *accruals*, destacando a importância da transparência contábil na avaliação de empresas. A ideia central foi identificar como os investidores precificam o nível de qualidade dos *accruals*. Utilizando o modelo econométrico desenvolvido por Dechow e Dichev (2002), denominado como (DD)², construíram uma proxy da qualidade dos *accruals* como o desvio padrão dos resíduos da regressão que leva em conta as acumulações correntes dos fluxos de caixa. Conforme os resultados obtidos, foi observado que uma menor qualidade no gerenciamento dos resultados está relacionada a custos mais elevados de capital próprio e dívida da organização.

O estudo conduzido por Richardson et al. (2005) investigou a relação entre a confiabilidade dos *accruals* e a persistência dos lucros, destacando como o gerenciamento de *accruals* pode influenciar os preços das ações. Eles descobriram que a qualidade dos *accruals* é um indicador importante da qualidade dos lucros e pode afetar a avaliação dos investidores sobre a saúde financeira de uma empresa. Isso sugere que os *accruals* discricionários podem ser uma ferramenta poderosa para influenciar a percepção do mercado e o preço das ações.

Bartov e Mohanram (2004) examinaram como as opções de ações executivas podem incentivar o gerenciamento de resultados, incluindo manipulações de *accruals*. Os autores concluíram que os executivos são incentivados a manipular os resultados contábeis para maximizar o valor de suas

² Dechow, P., & Dichev, I., 2002. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement), 35–59.

opções de ações, o que pode levar ao gerenciamento de resultados que não refletem necessariamente a verdadeira performance da empresa. Isso destaca a importância de entender os incentivos por trás das práticas de gerenciamento de resultados e as implicações para a governança corporativa.

Leuz et al. (2003) realizaram uma pesquisa internacional comparativa sobre ações de gerenciamento de resultados em diferentes países e seu relacionamento com a proteção dos investidores, incluindo o uso de *accruals* como uma das estratégias comuns. Os resultados apontaram que a eficácia das regulamentações e a aplicação da lei podem influenciar a extensão do gerenciamento de resultados e seu impacto nos investidores. Isso ressalta a importância de considerar o contexto regulatório e institucional ao analisar práticas de gerenciamento de resultados e suas consequências.

Para calcular o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários os modelos Jones (1991) e Jones Modificado de Dechow et al. (1995) são considerados estudos seminais e referência para este tipo de estudo. Esses modelos partem da estimativa dos *accruals* totais para calcular os *accruals* discricionários.

Dado o contexto apresentado nos parágrafos anteriores, foram definidas as seguintes hipóteses de pesquisa:

H_{2a} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por *accruals*.

H_{2b} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por *accruals* imediatamente após a sua promulgação.

2.3 LEI ANTICORRUPÇÃO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O termo Gerenciar Resultados está atrelado a decisão tomada por determinados gestores que utilizam de expedientes contábeis ou atividades operacionais diretas na tentativa de alcançar metas específicas relativas aos resultados reportados nas demonstrações financeiras. (Cupertino et al., 2016).

Em face da ocorrência de escândalos contábeis em nível global, a integridade dos lucros se caracteriza como um aspecto crucial para os destinatários das informações contábeis. (Dechow et al., 2014).

O estudo conduzido Koprowski et al. (2021), teve como objetivo investigar se determinados mecanismos de governança corporativa e relações políticas impactam na divulgação voluntária de medidas anticorrupção em empresas listadas na B3. A pesquisa de Castro et al. (2018) examinou-se o nível de conformidade das organizações nacionais de capital aberto com os requisitos do programa de integridade e ética estipulado pela legislação anticorrupção, bem como se analisou a conexão entre esse programa e a implementação de mecanismos de controle internos. Os achados da pesquisa indicam que as companhias de capital aberto apresentam um considerável nível de conformidade com os critérios estabelecidos pelo programa de integridade. Além disso, foi possível verificar a implementação de novos controles internos, como a criação do cargo de *compliance officer*, especialmente em decorrência da promulgação da Lei Anticorrupção.

Nos últimos anos, testemunhamos um aumento significativo na pesquisa acadêmica sobre Gerenciamento de Resultados (GR) em escala global. O interesse por essa área tem crescido constantemente desde os trabalhos pioneiros

de Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999). O aumento no número de estudos está relacionado ao desenvolvimento de métricas para o gerenciamento de resultados (Dechow, et al., 1995; Jones, 1991), além da preocupação crescente dos órgãos reguladores com os escândalos contábeis que têm ocorrido em âmbito mundial Martinez (2013).

Martinez e Cardoso (2009) exploraram o conceito de gerenciamento de resultados como a implementação de técnicas contábeis específicas ou decisões operacionais objetivando apresentar relatórios financeiros e compartilhar dados contábeis distintos daqueles que seriam originados e divulgados caso tais práticas e/ou decisões não fossem adotadas.

Neste contexto, a implementação eficaz de um programa de conformidade contribui para a redução dos riscos associados às operações empresariais e impulsiona o aumento da credibilidade da organização. (Assi, 2018).

Segundo Begnini et al. (2022) os programas de integridade asseguram que a instituição está comprometida com o código de ética, a integridade, a conformidade com todas as normas internas e externas e com boas práticas de Governança Corporativa. Tais práticas são amplamente reconhecidas no mercado como um selo de excelência que contribui para evitar custos extras para as instituições e ainda segundo os autores, com a implementação da lei anticorrupção, as empresas sentiram-se motivadas a estabelecer mecanismos de controle interno e programas de integridade, a fim de se ajustarem às novas regulamentações e evitarem possíveis punições.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA DA B3

A governança corporativa tem se consolidado como um pilar fundamental na administração moderna das empresas, abrangendo o conjunto de práticas e processos pelos quais as organizações são dirigidas e controladas, além disso essas práticas visam garantir a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa, buscando alinhar os interesses de acionistas, gestores e demais stakeholders (Rossetti e Andrade, 2014). Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é crucial para assegurar que os gestores atuem de acordo com os interesses dos acionistas, minimizando os custos de agência e promovendo a eficiência organizacional.

Kitagawa e Ribeiro (2009), destacaram que no contexto brasileiro, a Bolsa de Valores B3 desempenha um papel vital na promoção da governança corporativa ao estabelecer diferentes níveis de governança para as empresas listadas. Esses níveis foram criados para incentivar as companhias a adotarem práticas mais robustas de transparência e proteção aos acionistas, sendo classificados em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

O Novo Mercado, em particular, representa o mais alto padrão de governança corporativa na B3, exigindo que as empresas atendam a critérios rigorosos. Conforme destacado por Silveira e Barros (2008), as companhias que optam pelo Novo Mercado comprometem-se a adotar práticas avançadas, como a emissão exclusivamente de ações ordinárias, garantindo a todos os acionistas o direito de voto. Além disso, as empresas listadas nesse segmento devem assegurar a manutenção de um mínimo de 25% de ações em circulação, promovendo maior liquidez e transparência no mercado secundário.

A adesão ao Novo Mercado é frequentemente associada a uma melhoria na percepção de risco por parte dos investidores, resultando em uma menor assimetria informacional e em um maior valor de mercado para as empresas. Black et. al (2012) afirmam que as práticas de governança adotadas por empresas do Novo Mercado contribuem para a redução dos conflitos de agência, aumentando a confiança dos investidores e, conseqüentemente, facilitando o acesso ao capital a custos mais baixos.

De acordo com Rosseti e Andrade (2014) o Novo Mercado da B3 não apenas eleva os padrões de governança corporativa no Brasil, mas também posiciona as empresas em um patamar competitivo mais elevado, onde a transparência e a responsabilidade são recompensadas com maior credibilidade e valorização no mercado.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Para Gil (2008) os métodos de pesquisa são abordagens sistemáticas consideradas para coleta e análise dados com o objetivo de investigar um problema de pesquisa. Com isso, o presente trabalho tem como escopo uma pesquisa quantitativa para validar as hipóteses apresentadas. Para esse fim, a pesquisa baseia-se na coleta de dados, sendo essa feita através de dados secundários (*desk research*) extraídos da B3 utilizando as ferramentas da Economática®.

O banco de dados consistirá nas empresas que negociaram na B3 entre os anos 2009 até 2017. A justificativa desse corte temporal baseia-se na data de entrada da lei anticorrupção em 2013. Assim, o *lead* de quatro anos e *lags* de quatro anos refletem o momento antes e após a lei, isso garante que efeitos distantes que retratam conjunturas diferentes não contagiam a mensuração do efeito da lei sobre o *outcome* de interesse (Gujarati & Porter, 2008; Wooldridge, 2023).

3.1 TRATAMENTO DOS DADOS

A amostra inicial continha 6.549 observações entre os anos de 2009 e 2017, com dados anuais extraídos nas divulgações do último trimestre de cada ano. Alguns tratamentos foram feitos: i) retirada do setor de seguros e previdência, financeiro e bancário e; ii) retirada de variáveis e valores duplicados e faltantes (*missing value*). As empresas consideradas foram as de capital aberto listadas no mercado de ações B3.

A Tabela 1 resume o número de observações por ano (Painel A), o número de empresas por setor (Painel B) e o número de empresas antes e depois do tratamento da base de dados (Painel C). O número de observações por ano refere-se ao conjunto total de dados de cada ano. Percebe-se um percentual em torno de 11% por ano, mesmo assim, essa pequena margem de diferença, considera-se um painel desbalanceado. Pois, nem todas as empresas estão em todos os anos da amostra e apresentam informações completas para todas as variáveis.

Painel A: Composição do banco de dados por ano		
Ano	n.	Percentual em relação ao total
2009	234	11,38
2010	238	11,57
2011	244	11,86
2012	238	11,57
2013	235	11,42
2014	223	10,84
2015	220	10,70
2016	206	10,01
2017	219	10,65
Total	2.057	100,00
Painel B: Composição do número de empresas por indústria		
Indústria	n.	
Agro e Pesca	5	
Alimentos e Bebidas	16	
Comércio	20	
Construção	27	
Eletroeletrônicos	6	
Energia Elétrica	43	
Minerais não metálicos	4	
Mineração	4	
Máquinas Ind	4	
Outros	78	
Papel e Celulose	5	
Petróleo e Gás	10	
Química	12	
Sider. & Metalur.	19	
Software e Dados	5	
Telecomunicações	12	
Textil	18	
Transporte e Serv.	17	
Veículos e Peças	13	
Total	318	
Painel C: Número de empresas antes e depois do tratamento da base de dados		
Antes	Depois	
587	318	

Fonte: Elaboração própria. B3 (2024).

3.2 MODELO ECONOMÉTRICO

O modelo econométrico proposto tem como pilar a estrutura do banco de dados. Os dados são compostos de um painel desbalanceado. Isto é, em uma análise de painel equilibrado, todas as observações seriam completas para todos os anos e empresas analisadas, já os dados em painéis desequilibrados (desbalanceados) permitem uma relativa variação do número de observações. Mesmo assim, esta diferença não traz resultados práticos para a regressão, visto que é possível estimar com ajustes robustos na regressão para estes tipos de dados. (Wooldridge, 2023).

As hipóteses de pesquisa a serem testadas H_1 e H_2 cujo objetivo é verificar se a Lei Anticorrupção promove impactos sobre o gerenciamento de resultados. Os métodos de estimação serão através dos modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios, além dos testes de robustez.

Segundo Baltagi (2008) e Wooldridge (2023) os modelos de regressão utilizando dados em painel são conhecidos também como dados combinados, pois incorporam uma combinação de séries temporais e observações transversais. Essa abordagem proporciona maior quantidade de informações para a análise do fenômeno, destacando diversas vantagens em comparação com estudos que utilizam apenas cortes transversais ou apenas séries temporais.

A maior distinção entre os modelos reside no fato de que o método de efeitos fixos leva em conta a possibilidade de que o intercepto específico de cada indivíduo possa estar correlacionado com um ou mais regressores. Por outro lado, no modelo de efeitos aleatórios, presume-se que o intercepto (aleatório) de uma unidade individual não tem correlação com as variáveis explicativas (Wooldridge,

2023). Para determinar qual metodologia é mais adequada, será empregado o teste de Hausman.

A Equação 1 demonstra uma regressão com corte transversal e período, como é o caso dos dados em painel:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i \mathbf{X}_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, n; t = 1, 2, \dots, T. \quad (1)$$

Onde y_{it} é a variável dependente, \mathbf{X}_{it} corresponde a um vetor $1 \times K$ com as variáveis explanatórias, os β 's e α_i são representados por um vetor $K \times 1$ com os coeficientes a serem estimados, $\sum_{t=1}^T \alpha_t \text{ano}_t$, são variáveis binárias que assumem valores 1 para o ano corrente e 0 para os demais, totalizando de $T-1$ *dummies* e ε_{it} representa o termo de erro (Wooldridge, 2023). Os subíndices i e t demonstram a unidade observacional e o período de análise, respectivamente. Esse método combina todas as observações, deixando que cada unidade de corte transversal tenha sua própria variável *dummy* (intercepto) e o intercepto possa diferir entre as Instituições não variando com o tempo. No modelo de efeitos fixos, α_i é tratada como aleatória não observada e correlacionada com \mathbf{X}_{it} . (Gujarati & Porter, 2008; Wooldridge, 2023).

Na Equação 2 retrata o modelo de efeitos aleatórios. Os valores de intercepto de cada unidade são constantes ao longo do tempo, considera-se o erro como $u_{it} = v_i + \varepsilon_{it}$, como v_i e ε_{it} identicamente distribuídos de variâncias σ_v^2 , σ_ε^2 respectivamente, e não existem variáveis *dummy* para identificar a heterogeneidade na dimensão transversal. Assim, a hipótese básica é a existência de correlação entre os erros para cada i (Gujarati & Porter, 2008; Wooldridge, 2023). O modelo de regressão de efeitos aleatórios para estimação pode ser descrito como:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + u_{it}, \quad i = 1, 2, \dots, n; t = 1, 2, \dots, T. \quad (2)$$

Com isso, após a apresentação dos modelos teóricos, a equação a ser estimada que busca testar as hipóteses 1a e 2a são:

$$GRDO_{itj} = \beta_0 + \beta_1 LeiAC_{it} + \sum_{j=1}^n \theta X_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GRA_{itj} = \beta_0 + \beta_1 LeiAC_{it} + \sum_{j=1}^n \theta X_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde GRDO é o gerenciamento operacional (três formas de mensuração: através dos custos de produção, das despesas discricionárias e do fluxo de caixa das operações.) e o GRA é o gerenciamento por *accruals* (duas formas de mensuração: Jones e Jones modificado) ambos indicados para a empresa *i* no ano *t*. O indicador *n* refere-se as métricas utilizadas para o GRDO e GRA, no caso, são três modelos para a Equação 3 e dois métodos para a Equação 4.

A variável LeiAC é uma dummy com 1 para os anos de 2014 em diante e 0, caso contrário. Ela capta o efeito da lei sobre a variável de interesse. O vetor de variáveis X_{jt} serão baseadas em Begnini et al. (2022) e Melo (2019), como por exemplo, *Market to Book*, *Market Share*, ROA, Ativo total e a variação da receita no período *t* e *t-1*. ε é o termo de erro.

O coeficiente β_1 identifica os impactos da Lei Anticorrupção sobre gerenciamento operacional e no gerenciamento por *accruals*. Estima-se que de acordo com as hipóteses H_1 e H_2 que β_1 sejam negativos, para ambas as equações. Isto é, com a entrada da lei as empresas reduzem o grau de gerenciamento de resultados. Como GRDO e GRA variam entre -1 a 1, quanto menor o grau de gerenciamento de resultados melhor. Assim, a estrutura

metodológica visa testar se a lei anticorrupção reduz o gerenciamento de resultados.

A variável GRDO é mensurada de três maneiras. A primeira delas é através do custo de produção, assim, para estimar os custos normais de produção (item i), empregou-se um modelo no qual os resíduos estimados da regressão representam o nível anormal dos custos de produção.

$$PROD_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/ativo_{it}) + \beta_1 (Receita_{it}) + \beta_2 (\Delta Receita_{it}) + \beta_3 (\Delta Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde $PROD_{it}$ representa os custos de produção da empresa i no período t ; $Receita_{it}$ corresponde à receita líquida de vendas no período t ; $\Delta Receita_{it}$ é a variação das receitas líquidas de vendas do período $t-1$ para t ; $\Delta Receita_{t-1}$ é a variação das receitas líquidas de dois períodos; ε_{it} é o erro da regressão. Todas as variáveis ponderadas pelos ativos totais.

A segunda abordagem envolve as despesas operacionais. Portanto, para calcular o nível anormal da variável *proxy* despesas discricionárias (item ii), foram estimados os níveis normais de despesas discricionárias por meio da seguinte equação:

$$DESP_{DISC_{it}} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/ativo_{it}) + \beta_1 (Receita_{t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Na equação, a variável $DESP_{DISC}$ (despesas discricionárias) é composta pela totalização das despesas administrativas, de vendas e gerais; $Receita_{t-1}$ representa a receita líquida de vendas do período $t-1$ para t . O resíduo proveniente da regressão reflete ajustes nas despesas discricionárias para influenciar os resultados.

A terceira forma é por meio do fluxo de caixa normal que é expresso na Equação (7):

$$FCO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{ativo_{it}} \right) + \beta_1 (Receita_{it}) + \beta_2 (\Delta Receita_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

A Equação 7 apresenta a $Receita_{it}$ que representa as receitas e $\Delta Receita_{it}$ a mudança das vendas no período analisado. Desta forma, assim o fluxo de caixa anormal para cada ano é fornecido pelo fluxo de caixa real menos o fluxo de caixa normal.

Para medir a variável GRA utilizará a equação de regressão do modelo Jones (1991):

$$Accruals\ Totais_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

A modificação na Equação (8) denominado de Jones Modificado inclui a variação das contas a receber do período como apresentado a seguir:

$$Accruals\ Totais_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it} - \Delta ContasReceber_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em ambas os modelos, todas as variáveis foram normalizadas pelo ativo total. A variável independente $\Delta Receita_{it}$ já fora apresentado anteriormente; $\Delta ContasReceber$ é a variação do contas a receber; $Imob_{it}$ são os ativos imobilizados no período t; Os *accruals* discricionários, *proxy* do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis são os resíduos da equação (ε_{it}). Os *accruals* totais foram derivados a partir do cálculo da diferença do lucro líquido e o fluxo de caixa operacional.

Com o intuito de testar a Hipótese 1b e 2b da pesquisa, a equação a seguir descreve os efeitos da Lei Anticorrupção imediatamente posterior a sua implementação sobre o gerenciamento de resultados:

$$GRDO_{itj} = \beta_0 + \beta_1 LeiAC_{it=2013,2015} + \sum_{j=1}^n \theta Controles_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

$$GRA_{itj} = \beta_0 + \beta_1 LeiAC_{it=2013,2015} + \sum_{j=1}^n \theta Controles_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Agora, a variável dummy Lei Anticorrupção retrata o efeito da lei imediatamente posterior a implementação da lei, isto é, nos anos 2013 e 2015. A ideia central é comparar o efeito imediato da lei (Equações 10 e 11) com o efeito continuado da lei (Equações 8 e 9). Outra implementação no modelo de regressão foi a defasagem em um período da variável de gerenciamento de resultados. A ideia é antecipar os efeitos imediatos da lei, pois, os agentes previamente já sabiam da implementação da lei em 2014 e, de certa forma, começaram a adaptar as mudanças postas.

Com o intuito de apresentar uma estimação adicional sobre as hipóteses 1a (há uma diferença negativa antes e depois da promulgação da lei anticorrupção sobre o gerenciamento operacional) e 2a (há uma diferença negativa antes e depois da promulgação da lei anticorrupção sobre o gerenciamento por accruals), o modelo econométrico de diferença em diferenças (DiD) é usualmente aplicado em situações similares da presente pesquisa.

De acordo com Heckman e Smith (1995), o método de diferença em diferenças pode ser compreendido como um processo de subtrações: 1) a primeira - refere-se à diferença das médias da variável de resultado entre os períodos

anterior e posterior ao evento, considerando os grupos de tratamento e controle; 2) a segunda - representa a diferença entre as diferenças obtidas na primeira etapa para ambos os grupos.

Em resumo, o método Diferença-em-Diferença (DiD) consiste em calcular uma dupla diferença. A primeira diz respeito à variação nas médias da variável de resultado dos grupos de tratamento e controle nos períodos que antecedem e sucedem o evento exógeno em questão. A segunda é a diferença entre essas diferenças previamente identificadas para os dois grupos (Duflo, 2012; Michalek, 2012).

Uma condição essencial do método DiD é que ambos os grupos apresentem tendências temporais semelhantes durante o período pré-tratamento. Em outras palavras, o método DiD não será eficaz se o impacto das variáveis não observáveis variar ao longo do tempo. Essa condição é conhecida como pressuposto de "caminhos paralelos" (ou "tendência paralela"), significando que a variação média dos resultados para o grupo tratado na ausência do tratamento deve ser igual à variação média dos resultados para o grupo de controle (Moray & Reggio, 2015). Esse pressuposto pode ser verificado por meio de testes apresentados no capítulo 4. No entanto, não é imprescindível que os grupos iniciem exatamente do mesmo ponto antes do tratamento, visto que o método DiD consegue lidar com diferenças já existentes entre eles (Duflo, 2012; Michalek, 2012).

Mora e Reggio (2015) propuseram uma alternativa para verificar a existência da mesma tendência temporal, sugerindo testar algo similar ao "crescimento paralelo", onde se avalia se há mudanças nas tendências temporais de crescimento entre os grupos tratado e não tratado. Mora e Reggio (2015) desenvolveram um modelo que possibilita testar essa premissa.

De acordo com Schuntzemberger et al. (2015), o estimador de diferenças em diferenças (DID) analisa o grupo que recebeu tratamento em comparação ao grupo controle, tanto antes (primeira diferença) quanto depois da intervenção (segunda diferença). Esse método é utilizado em dados de pesquisas quase-experimentais e exige informações sobre o grupo controle e os tratados em, no mínimo, dois momentos (antes e após a intervenção).

A premissa fundamental desse método é que, ao controlar um conjunto de variáveis observáveis, se o tratamento não tivesse qualquer efeito, as trajetórias de resultados entre os grupos tratados e não tratados deveriam seguir paralelamente. Portanto, qualquer impacto do tratamento seria refletido na diferença das diferenças dos resultados obtidos antes e depois do tratamento. A equação básica do modelo é expressa da seguinte maneira:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 T + \beta_2 t + \beta_3 T.t + \varepsilon \quad (12)$$

Y_i é *outcome* de interesse, no caso o GRDO e GRA, sob as óticas específicas; T é a *dummy* para o tratamento, tendo valor 1 se a variável é do grupo Tratamento (outros mercados) e valor 0 se é do grupo Controle (estrutura de Novo Mercado); t é uma variável *dummy*, a qual assume “0” se estiver no período anterior ao tratamento e valor 1 se estiver no período pós-tratamento, em especial, antes e depois da Lei Anticorrupção. Os coeficientes podem ser interpretados como: β_0 o intercepto comum para todas as observações; β_1 é o efeito específico do tratamento (contabiliza a diferenças entre os grupos); β_2 é a tendência temporal comum aos dois grupos (tratamento e controle); β_3 o efeito médio do tratamento sobre os tratados (parâmetro de interesse da regressão, pois fornece o impacto médio da intervenção), sendo este coeficiente o estimador de diferenças em

diferenças (DID). ε é o erro aleatório não observado. Adaptando o presente estudo ao modelo econométrico, temos:

$$GRDO_{itj} = \beta_0 + \beta_1 \text{OutrosMercados}_i + \beta_2 \text{LeiAC}_{it} + \beta_3 \text{OutrosMercados}_i \times \text{LeiAC}_{it} + \sum_{j=1}^n \theta \text{Cov}_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

$$GRA_{itj} = \beta_0 + \beta_1 \text{OutrosMercados}_i + \beta_2 \text{LeiAC}_{it} + \beta_3 \text{OutrosMercados}_i \times \text{LeiAC}_{it} + \sum_{j=1}^n \theta \text{Cov}_{jt} + \varepsilon_{it} \quad (14)$$

Ao determinar as empresas classificadas no nível de governança do Novo Mercado da B3 como grupo de controle e demais empresas como grupo de tratamento, levou-se em consideração a hipótese subjacente de que empresas classificadas no Novo Mercado possuem rigor de governança mais exigentes que empresas classificadas nos demais grupos de governança, e portando, hipoteticamente, deveriam ser menos sensíveis ao impacto da Lei Anticorrupção. De acordo com Ferreira et.al (2013), a relevância da governança corporativa está diretamente ligada ao efeito que a implementação de seus mecanismos provoca nas empresas.

Ainda segundo Ferreira et al. (2013), é importante destacar que as organizações que implementam mecanismos de governança corporativa, seja em conformidade com normas institucionais ou devido à sua associação a mercados específicos de ações, como o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), tornam-se mais atrativas. Essa circunstância facilita a captação de recursos e resulta na diminuição dos custos operacionais. A redução do custo do capital exerce um efeito positivo sobre o desempenho, favorecendo o incremento do valor e da rentabilidade das empresas.

3.3 TESTES DE ROBUSTEZ

Para aumentar a robustez dos resultados, o teste de Hausman será aplicado. O teste de Hausman (Hausman-test) compara os modelos de efeitos fixos e aleatórios, destacando qual dos dois métodos se ajusta melhor aos dados, presumindo que as propriedades de eficiência dos estimadores não sejam violadas. A hipótese nula considera a preferência pelo modelo de efeitos aleatórios (Gujarati & Porter, 2008).

Também conhecido como teste de Hausman-McFadden, o teste tornou-se uma ferramenta fundamental na econometria para avaliar a consistência dos estimadores de um modelo econométrico. Ele é comumente utilizado em situações em que dois estimadores consistentes de um parâmetro são disponíveis, mas um deles é eficiente e o outro é apenas assintoticamente eficiente (Wooldridge, 2023).

De acordo com Greene (2012), o teste de Hausman é formulado como uma comparação entre os estimadores, em que a diferença entre eles é ponderada pela inversa da matriz de covariância dessa diferença. Se os parâmetros do modelo forem constantes sob a hipótese nula, então a diferença entre os estimadores deve ser pequena. Caso contrário, se os parâmetros forem variáveis e, portanto, inconsistentes, então a diferença será grande.

Em resumo, o teste de Hausman desempenha um papel crucial na análise de modelos econômicos, permitindo aos pesquisadores avaliar a consistência dos estimadores disponíveis e, assim, fazer inferências mais confiáveis sobre os parâmetros do modelo (Wooldridge, 2023).

Para validar o grupo de empresas do Novo Mercado como grupo de controle para o teste DiD, foram feitos testes entre o grupo de controle (Novo Mercado) e o

grupo de tratamento (demais níveis de governança) antes e depois da aplicação da Lei Anticorrupção e com e sem aplicação de covariáveis, no intuito de avaliar se os dois grupos são de fato diferentes em relação a níveis de gerenciamento de resultados, sendo que, o teste de diferença de médias tem o intuito em identificar a H_0 (H_0 = médias iguais), por meio dos grupos tratado (outros mercados) e controle (Novo Mercado).

Se o p-valor apresentar um número menor, considerando os níveis de significância de 1%, 5% ou 10%, é necessário rejeitar a hipótese de que as médias são iguais, pode-se afirmar que as médias são estatisticamente diferentes. Como constatado, há evidência estatística suficiente para afirmar que há uma diferença entre as médias dos dois grupos (tratado e controle) ao nível de 5% e 10%. Isto é, há diferenciação entre os grupos de tratado e controle apenas por serem de estruturas de governança diferentes.

Tabela 2 – Teste de diferença de médias
(tratados x controles sem a lei anticorrupção)

Variáveis	Grupo (Novo Mercado = 0)		Grupo (Outros Mercados = 1)		Dif.Médias	P-valor
	Média	D.P.	Média	D.P.		
GRDO1	-.0167	.1281	-.0051	.1187	-.0116	0.095**
GRDO2	-.0758	.1610	-.1008	.1999	.0250	0.018*
GRDO3	.06447	.130	.0864	.1667	-.0219	0.012*
GRA1	-.0378	.0990	-.0269	.1242	-.0108	0.080*
GRA2	-.0421	.1012	-.0277	.1244	-.0143	0.022*

Elaboração própria. * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Notas: diff = mean(0) - mean(1). Coeficiente da *dummy* = 1 outros mercados e 0 – Novo Mercado. Coorte temporal para GRDO 2012-2017; corte temporal para GRA 2009-2015.

As definições das variáveis dependentes, independentes e de controle mencionadas anteriormente estão detalhadas na Figura 1:

Figura 1 - Definições das variáveis dependentes, independentes e de controle

Característica	Nome	Sigla	Definição	Classificação	Referência
Explicada	GRoperacional _{it}	GRO _{itj}	Gerenciamento operacional da empresa i no ano t.	Quantitativa contínua	Roychowdhury (2006), Almeida et. al. (2019)
Explicada	GRaccruals _{it}	GRA _{itj}	Gerenciamento por <i>accruals</i> discricionários para a empresa i no ano t.	Quantitativa contínua	Dechow et al. (1995), Almeida et. al. (2019)
Explicativa	Lei Anticorrupção _{it}	LeiAC _{it}	<i>Dummy</i> igual a 1 para os anos posteriores a lei e 0 caso contrário.	Binária	Almeida et. al. (2019), Begnini et al. (2022).
Explicativa	Lei Anticorrupção _{it}	LeiAC _{it=2013,2015}	<i>Coorte</i> temporal para 2013 e 2015, a variável recebe valor igual a 1 para os anos de 2014 e 2015, e 0 caso contrário.	Binária	Almeida et. al. (2019), Begnini et al. (2022).
Controle	Tamanho da Empresa	Tam _{it}	Logaritmo natural do ativo total da empresa i no período t: $\ln(\text{Ativo Total})$	Quantitativa contínua	Almeida et. al. (2019), Begnini et al. (2022), Melo (2019).
Controle	Market to Book	MTB _{it}	<i>Proxy</i> para definir o crescimento da firma i em t: $\text{Valor de Mercado} / \text{Valor Patrimonial}$	Quantitativa contínua	Almeida et. al. (2019)
Controle	Markt Share	MSR _{it}	Indica o poder de mercado da empresa: $\text{Receita Total da empresa} / \text{Receita total do Setor}$	Quantitativa contínua	Almeida et. al. (2019)
Controle	ROA	ROA _{it}	Indica o retorno sobre o ativo da empresa: $\text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$	Quantitativa contínua	Almeida et. al. (2019), Begnini et al. (2022), Melo (2019).
Controle	Δ RECEITA	Var.Receita _{it}	Varição da receita entre o período t e t-1	Quantitativa contínua	Almeida et. al. (2019)

Fonte: Elaboração própria.

Capítulo 4

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 RESULTADOS DAS ESTIMAÇÕES

Os resultados da pesquisa são expostos da seguinte maneira: Tabela 3 – Estatística descritiva, apresenta a descrição do conjunto de dados; Tabela 4 – Matriz de correlação, demonstra o grau de associação linear entre as variáveis do estudo. As Tabelas de 5 a 8, apresentam os resultados da estimação.

Na Tabela 3, percebe-se que a variável $GRDO_1$ assume um valor máximo de 0,365, enquanto a $GRDO_2$ atinge 2,9 e $GRDO_3$ 0,510. Esses valores demonstram que as variáveis, tanto para os valores máximos e mínimos são discrepantes. Indicando a natureza diversa do gerenciamento de resultados via custos de produção, despesas e fluxo de caixa. Já a métrica GRA para ambas as proxies os valores de média, desvio padrão, mínimo e máximo ficaram próximos.

Tabela 3 - Estatística descritiva

Variável	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
$GRDO_1$	2001	-0.00785	0.131	-0.771	-0.0500	0.00752	0.0516	0.365
$GRDO_2$	1998	-0.0862	0.223	-0.457	-0.200	-0.136	-0.0316	2.930
$GRDO_3$	2038	0.0701	0.207	-2.615	0.0100	0.104	0.172	0.510
GRA_1	2038	-0.0274	0.114	-0.515	-0.0785	-0.0268	0.0260	0.909
GRA_2	2024	-0.0289	0.115	-0.509	-0.0799	-0.0274	0.0240	0.900
MTKB	1730	12.70	42.04	0.0128	0.698	1.310	3.295	227.3
MKTSHARE	2048	0.00928	0.0193	0	0.000708	0.00253	0.00861	0.173
ROA	2048	0.0259	0.115	-0.871	0.000424	0.0334	0.0734	0.231
Δ RECEITA	2040	0.121	2.269	-1.097	-0.00587	0.0362	0.115	101.2
ln (Ativo)	2048	14.78	1.820	4.522	13.70	14.90	15.92	20.62

Fonte: Dados da pesquisa, 2024.

Nota: $GRDO_1$, é o gerenciamento de resultados operacionais via custo de produção, $GRDO_2$ é o gerenciamento de resultados operacionais via despesas operacionais e $GRDO_3$ é o gerenciamento de resultados operacionais via fluxo de caixa. GRA_1 é o gerenciamento de resultados por *accruals* no modelo de Jones e GRA_2 no modelo de Jones modificado. MTKB: Representa crescimento da firma. MKTSHARE: Representa o poder de mercado da empresa. ROA: é o retorno sobre o ativo da empresa da empresa. Δ RECEITA: é a Variação da receita entre o período t e t-1. ln(Ativo) é o logaritmo natural do ativo total. Todas as variáveis foram winsorizadas a 5%.

Tabela 4 - Matriz de correlação

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) GRDO 1	1,000										
(2) GRDO 2	-0,288***	1,000									
(3) GRDO 3	-0,255***	-0,546***	1,000								
(4) GRA 1	-0,026	0,196***	0,307***	1,000							
(5) GRA 2	-0,027	0,158***	0,330***	0,985***	1,000						
(6) LeiAC	-0,029	-0,065***	0,071***	0,019	0,029	1,000					
(7) MTKB	0,108***	0,101***	-0,172***	0,040	0,038	-0,099***	1,000				
(8) MKTSHARE	-0,019	0,003	0,025	0,015	0,009	0,083***	-0,105***	1,000			
(9) ROA	-0,252***	-0,206***	0,264***	-0,361***	-0,386***	-0,087***	-0,196***	0,058***	1,000		
(10) ΔRECEITA	0,065***	0,346***	-0,312***	-0,036	-0,068***	-0,034	0,024	-0,008	0,026	1,000	
(11) ln (Ativo)	-0,028	-0,217***	0,234***	0,027	0,018	0,112*	-0,211***	0,453***	0,207***	0,001	1,000

Fonte: Elaboração do autor. *** $p < 0.01$.

Nota: GRDO1, é o gerenciamento de resultados operacionais via custo de produção, GRDO2 é o gerenciamento de resultados operacionais via despesas operacionais e GRDO3 é o gerenciamento de resultados operacionais via fluxo de caixa. GRA1 é o gerenciamento de resultados por *accruals* no modelo de Jones e GRA2 no modelo de Jones modificado. MTKB: Representa crescimento da firma. MKTSHARE: Representa o poder de mercado da empresa. ROA: é o retorno sobre o ativo da empresa da empresa. ΔRECEITA: é a Variação da receita entre o período t e t-1. ln(Ativo) é o logaritmo natural do ativo total. Todas as variáveis foram winsorizadas a 5%.

4.1.1 Modelos de efeitos fixos

A Tabela 5 apresenta os resultados do gerenciamento operacional e a relação com a lei anticorrupção. Com isso, podemos enfatizar que a lei reduz, em média, -0,0291 no gerenciamento de resultados. Enfatizando que as práticas anticorrupção reduzem o gerenciamento de resultados, via despesas operacionais. As demais estimações (regressão 1 e 3) não foram estatisticamente significativas, demonstrando que o gerenciamento via despesas operacionais foi mais sensível a implementação da Lei do que por custos de produção e fluxo de caixa, sendo que a primeira com sinal negativo e a segunda sinal positivo respectivamente.

Os poucos estudos que testou a influência da Lei Anticorrupção em relação a outra variável, também obteve heterogeneidade nos resultados, mas encontrando relação significativa com algum modelo de gerenciamento (Almeida, et al., 2019). O teste de Hausman indica que caso se rejeita a hipótese nula, o modelo de Efeitos Fixos é o mais adequado. Assim, no caso GRDO2 o modelo de efeitos fixos é o mais adaptado a estrutura de dados.

Tabela 5 - Resultados da regressão: GRDO x lei anticorrupção

Variáveis	(1) GRDO 1	(2) GRDO 2	(3) GRDO 3
LeiAC	-0.00238 (0.00342)	-0.0291*** (0.00550)	0.00700 (0.00561)
MTKB	3.37e-05 (7.50e-05)	8.16e-05 (0.000121)	-0.000286*** (0.000104)
MKTSHARE	0.669** (0.316)	0.735 (0.509)	-1.172*** (0.316)
ROA	-0.153*** (0.0204)	-0.294*** (0.0328)	0.128*** (0.0324)
ΔRECEITA	0.0552*** (0.00928)	0.0742*** (0.0149)	-0.0567*** (0.0156)
ln(Ativo)	0.0231*** (0.00483)	-2.67e-05 (0.00777)	0.0226*** (0.00370)
Const.	-0.358*** (0.0705)	-0.0805 (0.113)	-0.246*** (0.0537)
Hausman test	48.30***	82,87***	94.42

Obs.	1,722	1,719	1,729
------	-------	-------	-------

Fonte: Elaboração do autor.

Erro padrão entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Nota: $GRDO_1$ é o gerenciamento de resultados operacionais via custo de produção, $GRDO_2$ é o gerenciamento de resultados operacionais via despesas operacionais e $GRDO_3$ é o gerenciamento de resultados operacionais via fluxo de caixa.

A Tabela 6 destaca a relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e a lei anticorrupção. Os resultados apontam que a lei anticorrupção reduz as práticas de gerenciamento de resultados em média de 0,0104 e 0,0125, modelo 1 e 2, respectivamente, sendo o primeiro com significância marginal a 5% e o segundo significância marginal a 1%. No estudo de Almeida et.al (2019), para os *accruals*, também foi encontrada uma relação negativa com a presença da lei anticorrupção, entretanto, a uma significância marginal de 10%.

O gerenciamento por *accruals* está associado a escolha de práticas contábeis, e com base na literatura sobre o trade-off de gerenciamento de resultados. Zang (2012) defende que os gestores alternam entre os dois métodos de manipulação de acordo com seus custos relativos, uma vez que os custos associados à detecção de gerenciamento por decisões operacionais costumam ser inferiores aos gerados pela manipulação dos *accruals*, sendo essa uma hipótese para que o GRA, tanto para o modelo Jones quanto para o modelo Jones Modificado, ou seja, ao impacto da Lei as empresas reduziram o nível de gerenciamento por escolhas contábeis. De acordo com o teste de Hausman o modelo de efeitos fixos é preferível.

Tabela 6 - Resultados da regressão: GRA x lei anticorrupção

Variáveis	(1) GRA 1	(2) GRA 2
LeiAC	-0.0104** (0.00425)	-0.0125*** (0.00431)
MTKB	5.48e-05 (9.35e-05)	3.88e-05 (9.46e-05)
MKTSHARE	0.135 (0.395)	0.159 (0.400)
ROA	-0.610*** (0.0254)	-0.612*** (0.0257)

Δ RECEITA	0.0652*** (0.0115)	-0.0166 (0.0116)
ln(Ativo)	-0.00547 (0.00600)	-0.00482 (0.00616)
Const.	0.0691 (0.0874)	0.0640 (0.0898)
Hausman test	105.87***	90.18***
Obs.	1,729	1,717

Fonte: Elaboração do autor.

Erro padrão entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Nota: GRA_1 é o gerenciamento de resultados por *accruals* no modelo de Jones e GRA_2 no modelo de Jones modificado.

As Tabelas 7 e 8, apresentam o resultado do corte para os anos de 2013 a 2015 nas estimações. Esse recorte temporal capta os efeitos antes e depois em um curto espaço de tempo. Ainda mais, a variável gerenciamento de resultados foi defasada em um período. Podemos destacar na Tabela 7 que houve um efeito imediato no gerenciamento de resultados, em média de -0,0369. Já a atuação os resultados para o gerenciamento por *accruals*, usando os modelos de Jones e Jones modificado, não foram significativos, apesar da magnitude do sinal do coeficiente estimado (Tabela 8). Este resultado pode estar associado com a avaliação dos gestores frente a nova Lei e seus impactos, principalmente que ela passou a ser efetivamente aplicada a partir de 2015 nos primeiros acordos de leniência já citados no referencial teórico. Gestores poderiam estar avaliando ainda a efetividade da Lei.

A percepção de redução de gerenciamento operacional por meio das despesas foi maior que comparado com o período completo que foi negativo em -0,0291 e mais próximo da Lei foi negativo em 0,0369, ambos a uma significância marginal de 1%. A cautela na análise desse resultado é importante, porque pode levar a interpretação de que gestores tendem a gerenciar resultados com maior facilidade por meio de despesas operacionais. Seria necessário novos testes para validar esta interpretação, que não é foco desta pesquisa.

Tabela 7 - Resultados da regressão: GRDO X lei anticorrupção (t=2013 a 2015)

	(1) GRDO 1	(2) GRDO 2	(3) GRDO 3
	0.00191 (0.00454)	-0.0369*** (0.0127)	0.0204 (0.0130)
MTKB	-4.08e-05 (0.000118)	0.000134 (0.000329)	-0.000144 (0.000339)
MKTSHARE	0.193 (0.854)	2.521 (2.384)	-1.379 (2.457)
ROA	-0.0278 (0.0297)	-0.514*** (0.0830)	-0.0171 (0.0855)
ΔRECEITA	-0.00670 (0.0184)	-0.0604 Variáveis	0.106** (0.0528)
ln(Ativo)	0.0229 (0.0151)	-0.0514 LeiAC	-0.0973** (0.0433)
Const.	-0.350 (0.222)	0.688 (0.619)	1.520** (0.637)
Obs.	615	615	623

Fonte: Elaboração do autor.

Erro padrão entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Nota: $GRDO_1$ é o gerenciamento de resultados operacionais via custo de produção, $GRDO_2$ é o gerenciamento de resultados operacionais via despesas operacionais e $GRDO_3$ é o gerenciamento de resultados operacionais via fluxo de caixa.

Tabela 8 - Resultados da regressão: GRA X Lei Anticorrupção (t=2013 a 2015)

Variáveis	(1) GRA 1	(2) GRA 2
LeiAC	-0.0105 (0.00752)	-0.00971 (0.00746)
MTKB	-0.000277 (0.000246)	-0.000297 (0.000244)
MKTSHARE	-3.105* (1.848)	-2.922 (1.833)
ROA	-0.0688 (0.0636)	-0.0824 (0.0631)
ΔRECEITA	-0.0353 (0.0261)	-0.0238 (0.0259)
ln(Ativo)	0.0257 (0.0209)	0.0386* (0.0207)
Const.	-0.369 (0.306)	-0.563* (0.304)
Obs.	609	609

Fonte: Elaboração do autor.

Erro padrão entre parênteses. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Nota: GRA_1 é o gerenciamento de resultados por *accruals* no modelo de Jones e GRA_2 no modelo de Jones modificado.

4.1.2 Modelo de diferenças em diferenças

As próximas tabelas dizem respeito ao modelo de diferenças em diferenças utilizados para validação dos resultados quando se testa as hipóteses de pesquisas frente a um grupo de controle. Conforme já especificado no Capítulo 3

– Metodologia, foi definido como Grupo de Controle as empresas listadas na B3 aderentes ao nível de governança – Novo Mercado (697 observações), as demais empresas (1360 observações) formam o Grupo Tratamento e estão distribuídas nos demais níveis de governança da B3, conforme Tabela 9.

Tabela 9 - Variável de tratamento: frequência, participação relativa (%) e acumulada

Tratamento	Observações (Frequência)	Percentual	Acumulado
0	697	33,88	33,88
1	1.360	66,12	100.00
Total	2.057	100.00	

Fonte: Elaboração própria. Tratamento: 0 – Novo mercado; 1 - outros

As Tabelas 10 e 11 apresentam a estatística descritiva com a comparação das médias das variáveis dos Grupos Tratamento e Controle, antes e depois da promulgação da Lei.

Tabela 10 - Comparação dos grupos das empresas tratadas e controles no período anterior a lei anticorrupção: 2009-2013

Variáveis	Tratados (1)			Controle (0)			Diferença % (1/0)
	Obs	Média	D.P.	Obs	Média	D.P.	
GRDO1	357	-0,00752	0,1557705	791	-0,003181	0,1332469	136,62
GRDO2	355	-0,08273	0,1505542	790	-0,069618	0,2869815	18,84
GRDO3	357	0,062722	0,1293824	818	0,0552913	0,2814145	13,44
GRA1	357	-0,03907	0,0982509	818	-0,024955	0,1274602	56,59
GRA2	351	-0,04550	0,1014567	810	-0,025873	0,1278579	75,86
MTKB	292	1,071,59	3,396,473	595	1,969,292	5,400,893	-45,58
MKTSHARE	357	0,011432	0,0191575	827	0,0063822	0,0142285	79,13
ROA	357	0,046433	0,0888336	827	0,0292312	0,1225212	58,84
VAR. REC.	357	0,108314	0,1732519	820	0,2221071	3,571,215	-51,23
TAMANHO	357	15.04071	1.2400	827	14.417	2.0472	4,32

Fonte: Elaboração própria. Tratamento: 0 – Novo mercado; 1 – outros

Tabela 11 - Comparação dos grupos das empresas tratadas e controles no período após a lei anticorrupção: 2014-2017

Variáveis	Tratados (1)			Controle (0)			Diferença % (1/0)
	Obs	Média	D.P.	Obs	Média	D.P.	
GRDO1	333	-0,019772	0,1227968	520	-0,007543	0,111792	162,09
GRDO2	333	-0,075616	0,1714806	520	-0,120453	0,1722912	-37,22
GRDO3	338	0,0695456	0,1376641	525	0,0986258	0,1330589	-29,48
GRA1	338	-0,021938	0,0927817	525	-0,026908	0,1133692	-18,46
GRA2	338	-0,021319	0,0929869	525	-0,027492	0,1143901	-22,45
MTKB	328	4.271.882	1.851.555	515	1.109.894	3.995.472	284,89
MKTSHARE	338	0,0151846	0,0277189	526	0,0085705	0,0187083	77,17
ROA	338	0,0169659	0,1112269	526	0,0125937	0,1174201	34,71
VAR. REC.	338	0,0269891	0,1317236	525	0,0308155	0,2022238	-12,41
TAMANHO	338	15.25512	1.3428	526	14.86288	1.929255	2,63

Fonte: Elaboração própria. Tratamento: 0 – Novo mercado; 1 - outros

A Tabela 12 apresenta o teste para verificar a validade do pressuposto de tendências paralelas no modelo diferença na diferença (DiD). Segundo Khandker et al. (2010) e Gertler et al. (2011), uma das maneiras de verificar esse pressuposto é comparar as mudanças nos resultados dos grupos de tratamento e controle antes da implementação do programa (Lei Anticorrupção). Se os resultados se movimentam na mesma direção, ou seja, existe uma tendência paralela, antes do início do programa (Lei Anticorrupção), podemos ter confiança de que os resultados teriam continuado a se mover paralelamente durante o período pós a intervenção.

Para a verificação da igualdade das tendências antes da intervenção, os autores ressaltam a necessidade de pelo menos duas observações em série nos grupos de tratamento e controle, antecedendo a implementação da lei. Tal abordagem implica que a avaliação deve incluir três observações em série: duas referentes ao período pré-intervenção, que permitirão analisar as tendências anteriores ao programa, e ao menos uma após o início da intervenção, para mensurar seu impacto. Caso o resultado da estimativa DiD apresente uma diferença sistemática em relação

a zero, ou seja, se o estimador se mostrar não significativo, isso indica que as tendências não são paralelas e sugere que a estimativa DiD inicial pode estar sujeita a viés natural, sem necessariamente implicar que o programa seja o causador desse fenômeno.

Diante disso, o teste de verificação do pressuposto de tendências paralelas para o período de pré-intervenção (2012 a 2013) e 2014 é o pós-intervenção. Com isso, podemos avaliar o impacto. Conforme os resultados dos coeficientes (todos próximos de zero), as tendências eram paralelas, validando assim a estratégia DiD (Gertler et al., 2011; Khandker et al., 2010).

Tabela 12 - Teste de tendência paralela: resultados das estimações DiD de efeito fixo (ef) para o período de pré-tratamento (2012-2014)

Estatística	Variável resultado				
	GRDO1	GRDO2	GRDO3	GRA1	GRA2
Tratado ¹	-.0231	.0041	-.0114	-.0412	-.0463
t ²	-0.90	0.06	-0.17	-1.09	-1.22
R ² ³	0.0019	0.0000	0.0001	0.0027	0.0035

Fonte: Elaboração própria. * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

¹ Coeficiente da *dummy* de tratamento que é diferente de Novo Mercado.

² Estatística-t (entre parêntese) da *dummy* de tratamento.

³ Estatística R² do modelo DiD é *within* (intra-grupo).

A Tabela 13 apresenta os resultados da estimação do modelo de diferenças em diferenças. A estimativa DiD para o gerenciamento operacional, utilizando a *proxy* GRDO2 (despesa discricionária) é de -0,05, tanto com e sem as covariáveis, sendo estatisticamente significativo ao nível de 1%. Isto significa que a introdução da lei anticorrupção reduziu o gerenciamento de resultados por despesas operacionais no grupo de tratados (outros mercados) em comparação com as empresas de controle (novo mercado), este resultado foi estatisticamente significativo.

Este resultado pode levar a interpretação de que a implementação da lei gerou mais sensibilidade no nível de GRDO2 do grupo tratado frente ao grupo de controle. Sendo o grupo de controle composto por empresas com nível de gerenciamento mais

exigente, podendo se dizer que era o resultado esperado. Além disso, o resultado confirmou o teste da regressão das Tabelas 4 e 6.

A estimativa DiD para a regressão por *accruals* foi de -0,022 e -0,027, que é a diferença das diferenças entre os períodos antes e depois da entrada da lei. Este valor é estatisticamente significativo ao nível de 5% e 1%, para o gerenciamento por *accruals* utilizando as duas *proxys* do modelo Jones e Jones Modificado, respectivamente.

Isto é, a introdução da lei anticorrupção teve um efeito estatisticamente significativo na variável de gerenciamento de resultados por *accruals* (Jones modificado). Especificamente, a diferença em diferenças negativa -0.027 indica que, após a introdução da lei, a variável de resultado nos mercados tratados reduziu em comparação com os mercados de controle, sugerindo um possível efeito da lei na redução do gerenciamento de resultados por *accruals* nos mercados tratados. A significância estatística da estimativa DiD sugere que a lei anticorrupção teve um impacto relevante no comportamento de gerenciamento de resultados. Pode também sugerir que grupo de controle composto por empresas com nível de gerenciamento mais exigente foi menos sensível a promulgação da Lei frente ao grupo tratado, ou seja, o resultado foi em consonância ao que se esperava neste teste. Além disso, o resultado confirmou o teste da regressão das Tabelas 5 e 7.

Tabela 13 - Resultado da estimação

Variável de resultado	Estatística	Coefficient e DID	Estatística	Coefficiente DID
GRDO1	tratado ¹	0,008	tratado ¹	0,005
	t ²	0,66	t ²	0,49
	R ² ³	0,00	R ² ³	0,09
GRDO2	tratado¹	-0,058***	tratado¹	-0,05***
	t²	3,30	t²	3,34
	R²³	0,01	R²³	0,24
GRDO3	tratado ¹	0,037**	tratado ¹	0,013
	t ²	2,11	t ²	0,91
	R ² ³	0,01	R ² ³	0,16
GRA1	tratado¹	-0,019*	tratado¹	-0,022**
	t²	1,89	t²	2,55
	R²³	0,00	R²³	0,18
GRA2	tratado¹	-0,026**	tratado¹	-0,027***
	t²	2,44	t²	3,11
	R²³	0,00	R²³	0,19
Covariáveis	NÃO		SIM	

Fonte: Elaboração própria. * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$

¹ Coeficiente da *dummy* de tratamento diferente de Novo Mercado.

² Estatística-t (entre parêntese) da *dummy* de tratamento.

³ Estatística R² do modelo DiD é *within* (intra-grupo).

A Figura 2 apresenta um resumo sobre as hipóteses de pesquisas e os resultados econométricos. Percebe-se que a hipótese 1 foi confirmada ao considerar o gerenciamento de resultados pela proxy de despesas discricionárias. A hipótese 2, apenas para o período todo da análise foi confirmada, tanto para o modelo de Jones quanto para o modelo de Jones modificado.

Figura 2 - Hipóteses x Resultados

Hipótese	Sinal esperado	Resultado
H _{1a} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais.	$\beta_1 < 0$ $\beta_3 < 0$	Negativo e Significativo – Tabela 4 e 12
H _{1b} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais imediatamente após a sua promulgação.	$\beta_1 < 0$	Negativo e Significativo – Tabela 6

H _{2a} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por accruals.	$\beta_1 < 0$ $\beta_3 < 0$	Negativo e Significativo – Tabela 5 e 12
H _{2b} - A promulgação da lei anticorrupção está associada negativamente ao gerenciamento de resultados por accruals imediatamente após a sua promulgação.	$\beta_1 < 0$	Não significativo.

Fonte: Elaboração do autor.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou verificar os impactos da implantação da Lei Anticorrupção no Brasil no gerenciamento de resultados, de forma marginal, considerando as empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira(B3). O nível de gerenciamento de resultados destas empresas foi mensurado tanto por meio dos *accruals* discricionários quanto pelas decisões operacionais.

A estratégia empírica parte das variáveis dependentes, *accruals* discricionários (GRA) e gerenciamento por decisões operacionais (GRDO), em períodos pré e pós promulgação da Lei, mais especificamente quatro anos antes (2009 a 2012) e quatro depois (2014 a 2017). O objetivo foi mensurar os efeitos da lei anticorrupção sobre o gerenciamento de resultados. Esses efeitos são de forma marginal pois a lei anticorrupção não tem como objetivo direto influenciar os gestores sobre o gerenciamento de resultados.

Os resultados apresentaram evidências significativas sobre a influência da lei sobre o GRDO por despesas discricionários e pelo GRA tanto no modelo Jones quanto o modelo Jones Modificado no gerenciamento de resultados, sendo que, a lei foi estatisticamente significativa sobre a variável GRDO por despesas discricionárias , reduzindo em -0,291 com significancia marginal de 1%. Nas variáveis GRA, modelos Jones e Jones Modificado, os efeitos da lei foram estatisticamente significativos em -0,104 e -0,125 respectivamente, sendo a primeira com significancia marginal de 5% e a segunda com 1%. Ou seja, com

base na regressão, o impacto da Lei reduziu em média o gerenciamento de resultados nos valores acima para as três variáveis dependentes.

Para dar mais robustez a pesquisa, utilizou-se a mesma regressão considerando um período mais curto após implementação da Lei, cuja estratégia foi analisar imediatamente após a promulgação da Lei, o efeito no gerenciamento de resultados foi mais representativo do que em uma análise temporal mais longa.

Por fim, e concluindo os testes de robustez, foi feita uma separação da amostra da pesquisa em dois grupos: Grupo de Controle contendo as empresas aderentes ao nível de governança do Novo Mercado da B3, sendo esse considerado um nível de governança mais exigente de nossa Bolsa de Valores e o Grupo Tratado, contendo as demais empresas que não são aderentes ao Novo Mercado. Os testes demonstraram que há evidência estatística suficiente para afirmar que há uma diferença entre as médias dos dois grupos (tratado e controle) ao nível de 5% e 10%. Isto é, há diferenciação entre os grupos de tratado e controle apenas por serem de estruturas de governança diferentes. A partir desta constatação foi aplicado o teste de verificação do pressuposto de tendências paralelas para o período de pré-intervenção (2012 a 2013) e o pós-intervenção (2014) e conforme os resultados dos coeficientes (todos próximos de zero), as tendências eram paralelas.

Os resultados do modelo de estimação DiD revelaram que a introdução da lei anticorrupção reduziu o gerenciamento de resultados por despesas operacionais no grupo de tratados (outros mercados) em comparação com as empresas de controle (novo mercado). A estimativa DiD para a regressão por accruals foi de -0,022 e -0,027, que é a diferença das diferenças entre os períodos antes e depois da entrada da lei. Especificamente, a diferença em diferenças negativa -0,027 indica que, após a

introdução da lei, a variável de resultado nos mercados tratados reduziu em comparação com os mercados de controle, sugerindo um possível efeito da lei na redução do gerenciamento de resultados por *accruals* nos mercados tratados.

Estes testes adicionais trouxeram mais confiança aos resultados apresentados, e ao aplicar o método DiD, pode-se sugerir que a Lei gerou um impacto maior nos níveis de gerenciamento no grupo Tratado em relação ao grupo de Controle, sugerindo que a Lei gerou impacto maior nos grupos de empresas do grupo tratado em relação a empresas do Novo Mercado. Ou seja, em níveis de governança menos exigentes a Lei gerou impacto mais significativo. Todos os testes apresentaram de uma forma alinhada resultados estatisticamente significativos na variáveis GRDO por despesas discricionárias e GRA nos Modelos Jones e Jones modificado, exceto nos modelos GRA em período imediatamente após promulgação da Lei.

Ao analisar o resultado desta pesquisa com os resultados de estudos semelhantes, nacionais e internacionais, o impacto de normas e legislações que impulsionam melhorias de controles internos, compliance e integridade, tendem a inibir o comportamento oportunístico de agentes do mercado.

Por fim, esta pesquisa contribui para a literatura ao fornecer evidências empíricas sobre os efeitos da Lei Anticorrupção brasileira no gerenciamento de resultados das empresas. Além disso, ela destaca a importância das políticas anticorrupção na promoção da transparência e integridade corporativa. Futuros estudos poderiam explorar mais a fundo os mecanismos específicos pelos quais a lei influencia o comportamento das empresas, bem como seu impacto em diferentes setores e regiões. Esses esforços adicionais ajudariam a aprimorar a compreensão sobre a eficácia das políticas anticorrupção e sua contribuição para um ambiente empresarial mais ético e transparente.

REFERÊNCIAS

- Almeida, G. Q., Carmo, C. H. S. do, Diaz, M. E. P., & Mendonça, J. C. G. (2019, 15 a 18 de outubro). Lei Anticorrupção e Entidades Brasileiras de Capital Aberto: Qual o impacto nos métodos de gerenciamento de resultados? *Anais dos XIII Congresso Anpcont*, São Paulo, SP, Brasil. https://anpcont.org.br/pdf/2019_CUE251.pdf
- Assi, M. (2018). *Compliance como implementar*. Editora Trevisan.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4 vol.). Chichester: Wiley.
- Bartov, E., & Mohanram, P. (2004). Private information, earnings manipulations, and executive stock-option exercises. *The Accounting Review*, 79(4), 889-920. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.889>.
- Batrancea, L., Nichita, A., Batrancea, I., & Gaban, L. (2018). The strenght of the relationship between shadow economy and corruption: Evidence from a worldwide country-sample. *Social Indicators Research*, 138, 1119-1143. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11205-017-1696-z>
- Begnini, D., Lima, J. B. de, Gomes, P. L., & Rosa, C. da, Filho. (2022). Relação entre valor de mercado e *compliance* anticorrupção. *Revista Pensamento contemporâneo em Administração*, 16(2), 133-149. <https://doi.org/10.12712/rpca.v16i2.53077>.
- Black, B. S., De Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIC countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934-952. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119911001088>
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. *Lei Nº 12.846, de 1º de agosto de 2013*. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2011-2014/2013/lei/l12846.htm
- Brasil. Presidência da República, Secretaria-Geral. Subchefia para Assuntos Jurídicos. (2015). *Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015*. Regulamenta a Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre a responsabilização administrativa de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira e dá outras providências. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2015/decreto/D8420.htm
- Bunkanwanicha, P., & Greusard, O. (2019). The Deterrent Effect of Anti-Bribery Law Enforcement on the Quality of Earnings. *[DBJ Discussion Paper Series, No. 1803]*, SSRN. https://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_DP_1803.pdf

- Burgstahler, D., & Dichev, I. D. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7).
- Castro, P. R., Amaral, J. V., & Guerreiro, R. (2018). Aderência ao programa de integridade da lei anticorrupção brasileira e implantação de controles internos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30 (80), 186-201. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806780>.
- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80(2), 441-476. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441>.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de administração contemporânea*, 11(spe2), 121-144. <https://doi.org/10.1590/S1415-6552007000600007>.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>.
- Controladoria Geral da União – CGU. (s.d.). *Lei Anticorrupção*. <https://www.gov.br/corregedorias/pt-br/assuntos/painel-de-responsabilizacao/responsabilizacao-entes-privados/lei-anticorruptao-1#:~:text=A%20Lei%20n%C2%BA%2012.846%2F2013,administra%C3%A7%C3%A3o%20p%C3%ABlica%20nacional%20ou%20estrangeira>.
- Controladoria-geral da União (CGU). (2009). *A responsabilidade social das empresas no combate à corrupção*. Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social e Grupo de Trabalho do Pacto Empresarial pela Integridade Contra a Corrupção. https://www.gov.br/cgu/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/integridade/arquivos/manualrespsocialempresas_baixa.pdf
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa, N. C. A. D., Jr. (2016). Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), 232-242. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201602520>.
- Dal Magro, C. B., Martini, R., Mazzioni, S., & Leite, M. (2023, 17 a 18 de outubro). *Compliance às boas práticas de governança corporativa e o gerenciamento de resultados por atividades reais nas empresas listadas na B3*. [Artigo apresentado]. VII Congresso de Gestão e Controladoria – FURB, Chapecó, SC, Brasil. https://www.researchgate.net/profile/Julio-Lopes-De-Souza/publication/367184002_Ansais_do_IV_International_Conference_in_Management_and_Accounting_-_ICMA_VII_Congresso_de_Gestao_e_Controladoria_-_Cogecont_-_V_Congresso_de_Ciencias_Contabeis_-_VII_Congresso_de_Iniciacao_Cientifica/links/6423238792cfd54f8435612e/Anais-do-IV-International-Conference-in-Management-and-Accounting-ICMA-VII-

[Congresso-de-Gestao-e-Controladoria-Cogecont-V-Congresso-de-Ciencias-Contabeis-VII-Congresso-de-Iniciacao-Cientifica.pdf#page=305.](#)

- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Zha, J. (2014). Stock prices and earnings: A history of research. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 6(1), 343-363. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034522>.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s.1), 35–59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>.
- Duflo, E. (2012). Empirical Methods / Handout - Lecture Notes, Cambridge, MA: MIT
- Fekiri, K. (2019). The Perception of Earnings Management According to an Econometric-Accounting Analysis: The Case of Tunisia. *Global Journal of Management and Business Research*, 19(D3), 13-35. <https://gjmr.com/index.php/gjmr/article/view/1161>.
- Ferreira, R. D. N., Santos, A. C. D., Lopes, A. L. M., Nazareth, L. G. C., & Fonseca, R. A. (2013). Governança corporativa, eficiência, produtividade e desempenho. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 134-164. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400006>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>.
- Gabardo, E., & Morettini, G. (2015). A nova lei anticorrupção e a importância do compliance para as empresas que se relacionam com a Administração Pública. *A&C-Revista de Direito Administrativo & Constitucional*, 15(60), 129-147. <https://doi.org/10.21056/aec.v15i60.55>
- Garcia, L. M., & Teodósio, A. D. S. D. S. (2020). Análise de limites dos sistemas de contabilidade e controle para o enfrentamento do problema da corrupção sistêmica no Brasil: lições dos casos da Suécia e da Itália. *Revista de Administração Pública*, 54(1), 79-98. <https://doi.org/10.1590/0034-761220180115>
- Gertler, P.J.; Martinez, P.J.G.S.; Rawlings, P.P.L.B.; & Vermeersch, C.M.J. (2011). *Impact evaluation in practice*. The World Bank.
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. (6. ed.). Editora Atlas SA.
- Goulart, A. M. (2007). *Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil*. [Tese de doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo].

<https://www.abscm.com.br/uploads/publicacoes/Gerenciamento%20de%20resultados%20contabeis%20em%20instituicoes%20financeiras%20no%20Brasil.pdf>.

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>.

Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis* (7th ed.). Pearson.

Gujarati, D. N.; & Porter, D.C. (2008) *Basic econometrics*. (5.ed.). McGraw-Hill Education.

Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary accounting research*, 27(3), 855-888. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>

Halter, M. V., Arruda, M. C. C. de, & Halter, R. B. (2009). Transparency to reduce corruption? Dropping hints for private organizations in Brazil. *Journal of business ethics*, 84 (Suppl 3), 373-385. <https://doi.org/10.1007/s10551-009-0198-6>.

Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)

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>.

Heckman, J. J., & Smith, J. A. (1995). Assessing the case for social experiments. *Journal of economic perspectives*, 9(2), 85-110. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.9.2.85>

Hong, Y., & Andersen, M. L. (2011). The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 104, 461-471. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0921-y>

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>.

Khandker, S.R.; Koolwal, G.B.; & Samad, H.A. (2010). Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices. The World Bank, Washington, DC.

Kitagawa, C. H., & Ribeiro, M. D. S. (2009). Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 61-76. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300005>

Koprowski, S., Krein, V., Mazzioni, S., & Magro, C. B. D. (2021). Governança corporativa e conexões políticas nas práticas anticorrupção. *Revista de*

Administração de Empresas, 61, e20190797. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020210202>.

Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>.

KPMG (2019). *Maturidade do Compliance no Brasil*. <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/10/br-pesquisa-de-maturidade.pdf>

Lee, W. J. (2019). Toward sustainable accounting information: Evidence from IFRS adoption in Korea. *Sustainability*, 11(4), 1154. <https://doi.org/10.3390/su11041154>.

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505-527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1).

Marrara, T. (2015). Acordos de leniência no processo administrativo brasileiro: modalidades, regime jurídico e problemas emergentes. *Revista digital de direito administrativo*, 2(2), 509-527. <https://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/99195>.

Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. [Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.12.2002.tde-14052002-110538>.

Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31. <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123029355001.pdf>.

Martinez, A. L., & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 15(3), 600-626. <https://www.redalyc.org/pdf/4011/401137514004.pdf>.

Melo, M. M. D. D. (2019). *Divulgação de práticas de compliance anticorrupção e fases da vantagem competitiva transitória: um estudo em companhias abertas brasileiras*. [Tese de doutorado, Universidade Federal do Rio Grande do Norte]. <https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/27566>.

Michalek, J. (2012). Counterfactual impact evaluation of EU rural development programmes-Propensity Score Matching methodology applied to selected EU Member States. Vol. 2: A regional Approach. *JRC Research Reports [JRC72060]*, Joint Research Centre. <https://ideas.repec.org/p/ipt/iptwpa/jrc72060.html>

Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12. https://www.researchgate.net/profile/Partha-Mohanram/publication/251563109_HOW_TO_MANAGE_EARNINGS_MANAGE

[MENT1/links/556f38b808aefcb861dd52f1/HOW-TO-MANAGE-EARNINGS-MANAGEMENT1.pdf](https://doi.org/10.1177/1536867X1501500312)

- Mora, R., & Reggio, I. (2015). Didq: A Command for Treatment-effect Estimation under Alternative Assumptions. *The Stata Journal*, 15(3), 796-808. <https://doi.org/10.1177/1536867X1501500312>
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20 (51), 77-100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Nguyen, T. T., & Van Dijk, M. A. (2012). Corruption, growth, and governance: Private vs. state-owned firms in Vietnam. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2935-2948. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.03.027>.
- Paranhos, J. L. B. (1969). Contabilidade decisória: um sistema integrado de informações para diretores e gerentes. *Revista de Administração de Empresas*, 9 (1), 72-92. <https://doi.org/10.1590/S0034-75901969000100004>.
- Paulo, E., Martins, E., & Corrar, L. J. (2007). Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *Revista de Administração de Empresas*, 47(1), 46-59. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902007000100005>.
- Quaglia, G. (2007). As Nações Unidas e o combate à corrupção. *Consulex: revista jurídica*, 11(242), 41. <http://empresalimpa.org.br/uploads/file/As%20Nacoes%20Unidas%20e%20o%20Combate%20aa%20Corrupcao%20FINAL.doc>.
- Reis, E. M. D., Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar divulgar perdas: um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501070>.
- Ribeiro, J. P. M., Paulo, E., & Dal Magro, C. B. (2022). *Efeitos dos Estágios do Ciclo de Vida da Firma e suas mudanças no nível de adoção a Estratégias de Gerenciamento de Resultados* [Artigo apresentado]. XLVI Encontro Nacional da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração – EnANPAD, (on-line), Brasil.
- Ribeiro, M.C.P. & Diniz, P.D.F. (2015). Compliance e Lei Anticorrupção nas Empresas. *Revista de Informação Legislativa*, 52(205), 87-105. https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/52/205/ril_v52_n205_p87
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of accounting and economics*, 39(3), 437-485. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.04.005>.
- Rocha, M. C., Pereira, A. G., & Oliveira, J. S. C. D. (2022). Força de trabalho e gerenciamento de resultados: Evidências no mercado de capitais brasileiro.

Revista Contabilidade & Finanças, 33, 300-314. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202113310>.

Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2014). *Governança corporativa*. Fundamentos.

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>.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 3(4), 91. <https://openurl.ebsco.com/EPDB%3Aagcd%3A7%3A10402935/detailv2?sid=ebsco%3Aplink%3Ascholar&id=ebsco%3Aagcd%3A4816073&crl=c>

Schuntzemberger, A. M. D. S., Jacques, E. R., Gonçalves, F. D. O., & Sampaio, A. V. (2015). Análises quase-experimentais sobre o impacto das cooperativas de crédito rural solidário no PIB municipal da agropecuária. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 53(3), 497-516. <https://doi.org/10.1590/1234-56781806-9479005303007>

Sena, T. R., de Freitas, S. C., & de Santana, J. L., Junior. (2023). Gerenciamento de resultados e legibilidade das notas explicativas: manipulações nas evidenciações contábeis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 17(1), 84-109. <https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3214>.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2010). Asset fire sales and credit easing. *American Economic Review*, 100(2), 46-50. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.2.46>

Silveira, A. D. M. D., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *REAd: revista eletrônica de administração*, 61-14(3), 1-29. <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/20746>

United Nations Office on Drugs and Crime – UNODC. (s.d). Convenção das Nações Unidas contra a Corrupção. <https://www.unodc.org/lpo-brazil/pt/corruptcao/convencao.html>.

Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43(4), 445-481. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2013.785823>

Wooldridge, J. M. (2023). *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. Cengage Learning.

Yetika, D. M., & Hein, N. (2023). A influência da liberdade econômica na conexão entre inovação, corrupção e percepção de felicidade. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 29(3), 661-681. <https://doi.org/10.1590/1413-2311.393.134301>

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>.