

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

TANÍSIA MARINHO RODRIGUES

***HEDGE FUNDS* E GERENCIAMENTO DE RESULTADO NAS
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**VITÓRIA
2020**

TANÍSIA MARINHO RODRIGUES

***HEDGE FUNDS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO NAS
EMPRESAS LISTADAS NA B3***

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

Orientadora: Profa. Dra. Neyla Tardin

**VITÓRIA
2020**

TANÍSIA MARINHO RODRIGUES

***HEDGE FUNDS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO NAS
EMPRESAS LISTADAS NA B3***

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

Aprovada em 06 de outubro de 2020.

BANCA EXAMINADORA

Prof^a Dr^a. NEYLA TARDIN
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof^o Dr. AZYZ XAVIER BEIRUTH
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof^o Dr. SÉRGIO AUGUSTO PEREIRA BASTOS
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

A Deus, que me dá forças para nunca desistir dos meus objetivos.

Aos meus pais, irmãos e sobrinhos pelo amor, carinho e compreensão.

Ao meu marido, Hilton Domingos, pela compreensão e ajuda nas horas de dedicação ao curso, pelo incentivo e apoio.

Ao meu filho, Hilton Gabriel, que mesmo tão pequenino traz tanta alegria à minha vida e motiva-me cada dia mais a buscar e evidenciar o melhor de mim.

À AZIENDA e todos que fazem parte desta empresa, por serem maravilhosos e dedicados ao objetivo de atender à todas as obrigações exigidas, mesmo na minha ausência, e por estarem sempre me apoiando a conquistar tão sonhado título.

Agradeço aos meus orientadores, prof. Dr. Danilo Monte-Mor e profa. Dr^a. Neyla Tardin, pelos ensinamentos e direcionamento para a finalização deste trabalho.

À toda equipe de professores da FUCAPE Fundação de Pesquisa e Ensino – ES.

Ao CRCAL, pela oportunidade em incentivar e disponibilizar o curso inédito em Alagoas.

Aos amigos deste curso, pelo companheirismo, troca de experiência e motivação durante toda a trajetória.

E um agradecimento especial a Kathyanne Nicácio, Otacylio Nicácio e Paulo Victor Novaes, pela troca de experiência que muito me ajudou na realização deste sonho.

A todos que, de alguma maneira, contribuíram para a realização deste trabalho:
Muito obrigada!

"Se podes?"

"Tudo é possível àquele que crê."

(Marcos 9:23)

"Posso todas as coisas naquele que me fortalece".

(Filipenses 4:13)

RESUMO

O presente estudo teve por objetivo verificar se a presença de investidores institucionais em *hedge funds* afeta o nível de gerenciamento de resultados nas empresas listadas na Bolsa de Valores B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, entre 2010 e 2018. Uma extensa literatura considera que investidores por trás dos *hedge funds* exigem transparência e maior qualidade da informação contábil das empresas que fazem parte de seus portfólios de investimentos. Conforme esperado, os resultados evidenciam a existência de uma relação negativa entre a presença dos *hedge funds* e o grau de gerenciamento dos resultados pelas firmas que integram suas carteiras de ativos. Esta pesquisa utilizou dados do banco Economatica[®], com 162 empresas, após 2010, ano em que se tornou obrigatório o padrão internacional de relatórios financeiros – IFRS. Foram consideradas empresas com participação de fundos multimercados em atividade, pois esses fundos no Brasil têm maior semelhança com os *hedge funds* estrangeiros. A pesquisa reforça o papel dos investidores institucionais em mercados financeiros imaturos emergentes, como o brasileiro.

Palavras-chave: *Hedge funds*; gerenciamento de resultados; monitoramento; investidores institucionais.

ABSTRACT

The purpose of this study was to verify if the presence of institutional investors operating in hedge funds affects the level of earnings management in companies listed on the B3 Stock Exchange - Brazil, Bolsa, Balcão, between 2010 and 2018. An extensive literature considers that investors behind hedge funds demand transparency and higher quality of accounting information from companies that are part of their investment portfolios. As expected, the results show the existence of a negative relationship between the presence of hedge funds and the degree of management of the results by the firms that integrate their asset portfolios. This research used data from the Economatica[®] bank, with 162 companies, after 2010, the year in which the international financial reporting standard - IFRS became mandatory. Companies with participation of active multimarket funds were considered, as these funds in Brazil have a greater similarity with foreign hedge funds. The research reinforces the role of institutional investors in emerging immature financial markets, such as Brazil.

Keywords: Hedge funds; earnings management; monitoring; institutional investors.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1: EFEITOS DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS VIA MONITORAMENTO.....	231
FIGURA 2: <i>HEDGE FUNDS</i> E SUAS CARACTERÍSTICAS	265
FIGURA 3: EXEMPLO DE COLETA DAS INFORMAÇÕES DOS <i>HEDGE FUNDS</i>	322
FIGURA 4: NÚMERO DE <i>HEDGE FUNDS</i> POR SETOR E ANO	32
FIGURA 5: DETALHAMENTO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS	38

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: QUANTIDADE DE OBERVAÇÕES POR SETOR ECONÔMICO	29
TABELA 2: PROCESSO DE TRATAMENTO EM OBSERVAÇÕES	30
TABELA 3: NÚMERO DE EMPRESAS COM HEDGE FUNDS, POR SETOR E ANO	33
TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	40
TABELA 5: MATRIZ CORRELAÇÕES DE SPEARMAN	42
TABELA 6: MODELOS ESTIMADOS	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AD's – *Accruals* Discricionários

AMBEV – Companhia de Bebidas da América

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais.

B3 – Brasil, Bolsa e Balcão.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

DFP's – Demonstrações Financeiras Padronizadas

GR – Gerenciamento de Resultados.

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IHFA – Índice de *Hedge Funds* da AMBIMA

MQO – Método dos Mínimo Quadrados

PartHF – Partificação dos *Hedge Funds*.

PFRN3 – Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A.

QtdHF – Quantidade de *Hedge Funds*.

RESET – *Regress Specification Error Test*

VIF – Fator de Inflação da Variância

SUMÁRIO

Capítulo 1	11
1 INTRODUÇÃO	11
Capítulo 2	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E MONITORAMENTO	16
2.2 OS <i>HEDGE FUNDS</i> E SUAS CARACTERÍSTICAS	23
2.3 <i>HEDGE FUNDS</i> E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	26
Capítulo 3	29
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	29
3.1 COLETA DE DADOS	29
3.2 MODELOS PROPOSTOS	33
3.2.1 Modelos de mensuração do gerenciamento	35
3.2.2 Variáveis de controle	36
Capítulo 4	40
4 ANÁLISE DOS DADOS	40
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	40
4.1.1 Matriz de correlações	42
4.1.2 Estimações dos modelos	43
4.1.3 Análise de robustez e sensibilidade	46
Capítulo 5	48
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS	50

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A prática de gerenciamento de resultados afeta negativamente a qualidade dos relatórios financeiros e aumenta a assimetria de informações entre acionistas e gestores (Hadani, Goranova, & Khan, 2011; Jain & Rezaee, 2006; Liu, 2012). Empresas que gerenciam resultados evidenciam demonstrações contábeis que não sinalizam com fidedignidade a realidade econômica do negócio, uma vez que os números contábeis já não mais refletem seus fundamentos (Klein, 2002). Mecanismos internacionais como a Lei *Sarbaney-Oxley* (2002), nos Estados Unidos, e o Ofício-Circular nº 001, emitido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2007) no Brasil, tratam da independência da auditoria, da governança corporativa e de penalidades impostas aos contraventores. Tais mecanismos têm buscado mitigar a prática do gerenciamento pelas empresas, enfatizando a limitação de manipulações de lucros e alguns pontos críticos relativos às políticas contábeis que devem ser observadas.

Uma extensa literatura internacional traz à tona o papel dos investidores institucionais¹ organizados em fundos de investimentos, como monitores externos, exigindo das companhias mais transparência, reduzindo assim preocupações sobre problemas gerados pela assimetria de informações (Balsam, Krishnan, & Yang, 2003; Koh, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Ruiz, Pérez, Bona, & Santana, 2009; Ferreira, Massa, & Matos, 2010). Investidores institucionais limitam o oportunismo dos

¹ De acordo com Pinto (1984, p.1) Investidores Institucionais “são organizações que participam ativamente do mercado de capitais, investindo um grande volume de recursos, normalmente a longo prazo”, como por exemplo no Brasil: entidades de previdência privada, fundos mútuos de investimentos e sociedades seguradoras.

gestores e promovem a redução dos custos de agência, melhorando a classificação da empresa frente aos seus acionistas (Bhojraj & Sengupta, 2003).

Farooqi, Jori e Ngo (2017) relataram que os investidores institucionais, por serem mais dedicados à estratégia de tornar o portfólio rentável e por serem tecnicamente mais qualificados que os investidores comuns, são mais eficazes para enfrentar problemas de assimetria de informação, não sendo dissuadidos pelos altos *spreads* de crédito² pagos por algumas empresas (Wang & Zhang, 2009). Hsu e Koh (2005) mostram que os investidores institucionais mitigam a gestão agressiva de resultados quando as instituições operam com orientações de longo prazo.

No Brasil, os investidores institucionais são conhecidos como organizações ativas do mercado de capitais, que negociam grandes quantidades de títulos e recursos, normalmente a longo prazo (Cia, Guarita, & Cia, 2002; Pinto, 1984). Ainda, segundo Pinto (1984), os principais investidores institucionais que atuam no mercado brasileiro são: entidades de previdência privada (fechadas e abertas), fundos fiscais de investimentos, sociedades seguradoras, fundos mútuos de investimentos e sociedades de investimentos estrangeiros.

Em destaque encontra-se o *hedge fund*, termo utilizado de maneira genérica para diversos fundos não tradicionais, fazendo parte deste rol: arbitragem, títulos públicos do governo, futuros e opções, *commodities*, câmbio e outros *hedge funds* (Petersen, 2007). Conforme Pelosi (2003), os gestores desse tipo de investimento utilizam-se de estratégias para redução dos riscos, transformando-os em investimentos de risco mais baixo. No entanto, segundo Monte-Mor, Sanfins, Nossa e Teixeira (2014), é possível que os gestores não façam uso de estratégias mais

² *Spread* de crédito é a diferença entre dois tipos de investimentos, ou seja, é o prêmio de risco, crédito que o investidor ganha acima da taxa livre de risco (Tavares, Montes, & Guillén, 2013).

seguras, expondo-se a riscos elevados. Fundos desse porte têm autorização de manterem posições alavancadas, ou seja, atuam em mercados de derivativos com a finalidade de proteger a carteira e incrementar ganhos adicionais (Monte-Mor, Sanfins, Nossa, & Teixeira, 2014).

Esta pesquisa pergunta se o fato de a firma integrar o portfólio de um fundo de *hedge* afeta a qualidade da sua informação contábil, limitando assim a prática de gerenciamento de resultados. A presença de um *hedge fund*, em seu papel de monitor externo, poderia reduzir a manipulação contábil. Os *hedge funds* são reconhecidos na literatura existente como uma classe única entre os investidores institucionais, pois detêm uma estrutura diferenciada, oferecendo retornos maiores em comparação com outros investidores institucionais (Chung, Fung, & Patel, 2015).

Para testar a hipótese de pesquisa, foi coletada uma amostra de empresas listadas na Bolsa de Valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) que integram o portfólio de investidores institucionais (*hedge funds* ou fundos multimercado). Para mensurar o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, foram utilizados os modelos Jones (1991) e Jones Modificado de Dechow, Sloan e Sweeney (1995). A amostra da pesquisa abrange as empresas de capital aberto listadas na B3 e os dados financeiros foram extraídos do banco de dados da Economatica[®]. As informações sobre índices de *hedge funds* foram obtidas dos relatórios disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) no período de 2010 a 2018, e de consulta individual aos fatos.

O modelo de regressão linear baseou-se nas pesquisas realizadas por Bhojraj e Sengupta (2003), Njah e Jarboui (2013) e Bessler, Drobetz e Holler (2015). A participação dos *hedge funds* nas empresas da B3 foi medida por meio de: (i) *dummies* de entrada das empresas no portfólio dos fundos; (ii) participação monetária dos

hedge funds nas empresas (quanto da empresa em valor de mercado é retida em forma de ações nos portfólios); (iii) a quantidade de carteiras de *hedge funds* que detêm aquela empresa como ativo de investimento; e (iv) a variação da participação em valor de mercado das empresas adquiridas pelos *hedge funds*.

No mercado brasileiro existe uma grande quantidade de fundos multimercados com intuito de proteção ou trava do valor ativo, propósito dos *hedge funds*. Boa parte dos estudos realizados no Brasil sobre eles são direcionados para análise de desempenho e da gestão de fundos (Malaquias & Eid, 2014; Matos, Penna, & Silva, 2015), ou mesmo em categorização de tipos de fundos - *long-short* ou *hedge funds* - (Malaquias & Eid, 2014; Gomes & Cresto, 2010), e pouco se discute sobre o papel dos fundos como agentes de monitoramento externo. A presente pesquisa acrescenta à literatura brasileira uma análise a respeito da performance, que estes investidores institucionais específicos externos (*hedge funds*), por possuírem um alto expertise dentro das empresas, têm em relação ao monitoramento e gerenciamento de resultados.

Esta pesquisa também se torna relevante dado o crescimento dos fundos de investimento no Brasil e a participação significativa de fundos multimercados nesse segmento. No mercado nacional existe uma parcela - equivalente a mais de 21% do patrimônio - composta de *hedge funds*, conhecidos como Fundos Multimercados, e além disso, está em crescimento constante (Gomes & Cresto, 2010; AMBIMA, 2019). Desde 2002 o Brasil tem apresentado um crescimento contínuo expressivo na indústria de *hedge funds* (Monte-Mor *et al.*, 2014). Segundo dados da Ambima (2019), o segmento do *hedge funds* foi um dos que mais cresceu entre o período de dezembro de 2010 a dezembro de 2019, com um aumento de quase o dobro do valor da movimentação do setor.

O mercado norte-americano além de ocupar o primeiro lugar mundial na indústria de *hedge funds*, tanto no volume financeiro como também em relação ao número de fundos existentes, foi o precursor neste tipo de fundo (Pertesen, 2007). Apesar das semelhanças entre os fundos multimercados brasileiros e os *hedge funds* americanos existem algumas diferenças, como por exemplo: os controles de impostos pela CVM, que são mais severos do que os das instituições no exterior, como medida protetiva devido a um mercado ainda não maduro o suficiente; a liquidez é diária, ou há prazos de carências curtos, e são derivados dos fundos de renda fixa, enquanto que os *hedge funds* americanos derivam de renda variável com retornos maiores e riscos menores (Fonseca, 2012).

No Capítulo 2 discutem-se as hipóteses de pesquisa e o background teórico que as suportam. Na sequência, a metodologia traz a definição das variáveis da amostra, a caracterização dela, e a especificação do modelo econométrico. Sequem-se os resultados e a conclusão.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E MONITORAMENTO

Estudos como o de Chung, Firth e Kim (2002) revelaram que a participação em grande escala de investidores institucionais inibe a utilização de algum tipo de gerenciamento de resultados por gestores, mediante a discricionariedade dos métodos contábeis a serem escolhidos com o intuito de obter benefícios particulares. Ainda reforçam que tais investidores contribuem para as melhores práticas de governança corporativa. Um nível elevado de participação no capital, de investidores institucionais, pode agir como um mecanismo de controle e monitoramento para mitigar uma gestão agressiva dos lucros (Hsu & Koh, 2005).

Nas pesquisas internacionais são exploradas as características dos fundos e sua relação com o mercado de ações. Farooqi *et al.* (2017), por exemplo, indicaram que os investidores institucionais tendem a auferir participações em empresas mal geridas com intuito de obter maiores ganhos. Chung *et al.* (2002) especificaram que os investidores institucionais detêm uma grande quantidade de fundos, uma equipe especializada em informações financeiras e, além da experiência, supervisionam as decisões de divulgação de resultados da empresa, desempenhando, desta forma, um papel importante na gestão corporativa. Estes mesmos autores também mostraram que, quando a empresa tem uma maior quantidade de investidores institucionais, a possibilidade de manipulação excedente é baixa.

Bhojraj e Sengupta (2003) concluíram que a presença de investidores institucionais e *outsiders* no conselho de administração melhora o *rating* de crédito de

uma empresa e reduz seu custo de dívida, afetando favoravelmente o mecanismo de governança de uma empresa, e sua presença serve para mitigar os custos de agência, aprimorar o monitoramento e reduzir a assimetria de informações. Koh (2003), BenKraiem (2008) e Njah e Jarboui (2013) também constataram que os investidores institucionais estão desempenhando um papel ativo no monitoramento e disciplinamento da discricção gerencial.

A presença de investidores institucionais como instituições financeiras diminui o risco de que os gerentes se engajem em comportamentos oportunistas devido ao monitoramento eficaz (Shuto & Kitagawa, 2011). Tal afirmação foi ratificada por Wang e Zhang (2009), quando concluíram que empresas que têm investidores institucionais dedicados são mais bem monitoradas porque estes estão devidamente preparados e equipados para enfrentar os problemas de assimetria de informação e não são dissuadidos facilmente. Roberts e Yuan (2010) argumentaram que, teoricamente, o monitoramento pelos investidores institucionais traduz em menor custo de agência para as empresas.

Njah e Jarboui (2013) buscaram examinar a relação existente entre o comportamento de controle em um contexto de incentivo ao gerenciamento de resultados e as fusões das empresas francesas. Eles acrescentaram 3 (três) contribuições importantes a respeito do tema, sendo relevante para este trabalho, especificamente, a que sinaliza que a presença de um investidor institucional gera um menor estímulo, por parte da empresa, em gerenciar seus lucros, mostrando qual o papel do monitoramento exercido pelos investidores institucionais naquele contexto (Njah & Jarboui, 2013).

Outro estudo que fortalece as evidências sobre o monitoramento ativo dos investidores foi realizado por Bhojraj e Sengupta (2003), que exploraram amplamente

o papel dos proprietários institucionais e membros do conselho em governança corporativa. Eles ressaltaram a existência de documentos que são monitorados por proprietários e conselheiros externos ativamente, e que tomam medidas para proteger o interesse dos acionistas, além da existência de pesquisas que não documentam nenhum efeito desses mecanismos.

Na hipótese do estudo de Bhojraj e Sengupta (2003) buscou-se verificar se as agências de *rating*, que têm os investidores institucionais e diretores externos tendo um papel ativo de monitoramento, geram resultados positivos. Concluíram que, estatisticamente, a propriedade institucional é significativa, representando que empresas que têm uma porcentagem maior de diretores externos e investidores institucionais no conselho possuem um papel ativo na redução do oportunismo de gerenciamento e promoção do valor da empresa (Bhojraj & Sengupta, 2003). Tal performance faz com que essas empresas sejam mais bem classificadas e obtenham maiores rendimentos (Bhojraj & Sengupta, 2003).

Os investidores institucionais, por terem grandes volumes de participações acionárias, teriam mais incentivos para monitorar o desempenho, pois são beneficiários desse monitoramento e detêm maior poder de voto, fazendo com que decisões reparadoras sejam mais acessíveis quando necessárias (Shleifer & Vishny, 1986). Quando esses investidores são locais efetivamente monitoram de modo mais eficaz o comportamento do gestor empresarial, atuando de maneira mais ativa no controle da remuneração excedente desses gestores, às propostas dos acionistas (Chhaochharia, Kumar, & Niessen-Ruenzi, 2012).

No Brasil, os investidores institucionais são organizações detentoras de grande capacidade de investimento e, por possuírem tal porte, podem atuar como mecanismo de controle externo, exercendo ações de monitoramento dos gestores das empresas

investidas (Gerhard, 2012). Os investidores institucionais são identificados por Ferri e Soares (2009) como agentes de monitoração que atuam na obtenção de grandes retornos financeiros, o que ajuda a impedir ações individualizadas dos investidores. Silveira (2002) traz em seu estudo o progresso dos investidores institucionais nas empresas brasileiras, enfatizando o quanto que a evolução obtida por meio de controles influencia a governança local.

Além de obterem diversas maneiras de influenciar a governança de uma empresa, os investidores institucionais também participam dos Conselhos de Administração e estabelecem as políticas de remuneração dos executivos e, por isso, é possível ponderar que um dos papéis desses tipos de investidores é propiciar uma prática de confiabilidade na transmissão de informações para o mercado financeiro (Jesus, 2004).

A influência exercida pelos investidores ressalta a chamada reputação corporativa brasileira, que Góis e Soares (2019, p.231) definem como “um recurso estratégico valioso, com capacidade de destacar a empresa reputada das outras do mesmo setor e, do ponto de vista contábil, reflete a qualidade do relatório financeiro” das empresas listadas na B3. Para reforçar esta percepção da boa reputação, a Lei das Sociedades por Ações nº 6.404 (1976) e suas alterações exige que as demonstrações contábeis sejam divulgadas, ao fim de cada exercício, uma vez que as informações divulgadas servirão de base para a alocação de recursos e crescimento da economia. Conforme alegaram Bushman e Smith (2001), a ausência de informações contábeis confiáveis impedem o funcionamento eficiente do mercado, das informações entre as próprias companhias e seus *stakeholders*.

Essa transparência corporativa indica que a informação é confiável e possui relevância, pois desperta oportunidades acerca do desempenho operacional e

financeiro, quando se trata de investimentos, valores, risco e governança de uma empresa (Bushman, Piotroski, & Smith, 2004). Ademais, nos estudos realizados por Góis e Soares (2019), os demonstrativos financeiros acabam sendo oriundos da gestão ativa da empresa, por meio das suas práticas contábeis, uma vez que tais empresas se preocupam com o efeito da boa reputação em relação à competitividade. Góis e Soares (2019) ainda incluem outros atributos que reforçam a reputação corporativa ao mesmo tempo que auxiliam na redução de práticas de gerenciamento de resultados e fortalecem a informação contábil de qualidade, como a responsabilidade corporativa social e ética.

Em países com fraco *enforcement*³, as empresas são mais adeptas às práticas intensas de gerenciamento de resultados, visto que é nítida a não suavização de lucros e a falta de interesse em obstar diminuições de lucros e perdas (Chih, Shen, & Kang, 2008). Segundo Lima (2011), toda a estrutura de divulgação financeira de um país torna-se relevante na determinação das exigências mínimas e obrigatórias, para fortalecer o processo de monitoração e *enforcement*.

O Brasil é caracterizado como economia emergente, o que significa dizer que está em processo de desenvolvimento nos quesitos de normas contábeis e políticas de governança empresarial; as regras legais são baseadas em códigos - *code-law* - e existe uma tendência de utilização de recursos particulares de financiamento por parte das empresas (Lopes & Walker, 2008). Ainda, segundo Lopes e Walker (2008), há no mercado interno uma alta concentração do capital, inclusive a normatização e definições de procedimentos contábeis são tradicionalmente estabelecidas pelo governo, e no entanto, os mercados de ações públicas vivem um crescimento real,

³ *Enforcement* é um termo em inglês, originalmente traduzido como “aplicação ou cumprimento” [tradução nossa]. Segundo Stigler (1970), o objetivo do *enforcement* é atingir o grau de conformidade com a regra imposta, pelo comportamento prescrito ou proscrito, que a sociedade pode pagar.

principalmente após a adoção das normas contábeis internacionais – IFRS, estabelecidas por meio da Lei nº 11.638 (2007) e Lei nº 11.641 (2009) que alteraram a Lei das Sociedades por Ações (1976). As medidas trazidas por essa nova regulamentação individualizaram e separaram os tipos de contabilidade fiscal e societária, que até então era conjunta, além de fazer emergir gradativamente uma maior proteção ao investidor e por *enforcement* legal, propiciando oportunidades de crescimento possíveis e viáveis em contraponto da procura pelas companhias por capital (Lopes & Walker, 2008).

Nesse sentido, Lima (2011) relatou que as normas contábeis brasileiras não foram exigidas na sua íntegra, deixando um *gap* na decisão em adotá-las. Este afrouxamento dificulta a aplicação efetiva do *enforcement* legal e delibera a alta pluralidade das empresas em adotar as normas internacionais de contabilidade (Lima, 2011). Sendo assim, quanto mais investidores institucionais que reforçam o monitoramento e aumentam a reputação da empresa, melhor, uma vez que, conforme versado por Davies, Chun, Silva e Roper (2003), a reputação é considerada frágil por ser mais fácil de ser perdida do que ser conquistada, funcionando como ponto positivo que agrega valor quanto à credibilidade. Com isso, as empresas que possuem ações ruins, fraudes, corrupção e etc., corroem sua própria reputação e os *stakeholders* perdem a confiança (Davies, Chun, Silva, & Roper, 2003).

Na Figura 1 estão relacionados, de forma sucinta, estudos já realizados sobre investidores institucionais e o monitoramento.

OBJETIVOS	RESULTADOS	REFERÊNCIA
Identificar as maneiras pelas quais os grandes acionistas trazem valor agregado à política corporativa.	As evidências sugerem que os grandes acionistas desempenham um papel importante nas aquisições. Eles detêm grandes volumes de participações acionárias e, por isso, teriam mais incentivos para monitorar o desempenho, pois são beneficiários deste monitoramento.	Shleifer e Vishny (1986)

Examinar se há evidências sistemáticas consistentes com acionistas institucionais, monitorando o uso de provisões discricionárias por empresas gerentes.	A presença de investidores institucionais inibe os gerentes de usarem um tipo de lucro administrativo, para atingir objetivos de interesse próprio. Nesse sentido, os investidores institucionais contribuem e ajudam a melhorar a governança corporativa.	Chung <i>et al.</i> (2002)
Verificar se as agências de <i>rating</i> , que têm os investidores institucionais e diretores externos com um papel ativo de monitoramento, geram resultados positivos.	Concluem que a presença de proprietários institucionais e <i>outsiders</i> no conselho de administração melhora o <i>rating</i> de uma empresa, reduz seu custo de dívida, aprimora o monitoramento e reduz a assimetria de informações.	Bhojraj e Sengupta (2003)
Examinar a associação entre propriedade institucional e estratégias agressivas de gerenciamento de resultados das empresas australianas.	As descobertas sugerem que os investidores institucionais podem atuar como um mecanismo complementar de governança corporativa na mitigação do gerenciamento agressivo de resultados por parte das empresas quando elas têm um nível de propriedade suficientemente alto.	Koh (2003)
Estender a pesquisa de Koh (2003) examinando a existência da relação não linear entre os investidores institucionais e gerenciamento de resultados para empresas que enfrentam gerenciamento de resultados com diferentes incentivos.	Quando as instituições possuem níveis de propriedade suficientemente altos, podem atuar como mecanismo de governança corporativa eficaz para mitigar ganhos agressivos de gestão, mesmo entre as empresas que têm fortes incentivos para fazê-lo.	Hsu e Koh (2005)
Examinar empiricamente a influência de investidores institucionais no gerenciamento de resultados na França.	Os resultados mostram que os investidores institucionais podem afastar os gerentes corporativos do uso de <i>accruals</i> discricionários para ajustar os ganhos. Essa influência parece ser liberada apenas quando os gerentes estão motivados a aumentar ou reduzir os ganhos relatados.	Ben Kraiem (2008)
Verificar se investidores em ações institucionais afetam o custo da dívida por sua influência na condição da assimetria de informação das empresas.	Fornecem forte apoio ao efeito da assimetria de informações no <i>spread</i> de crédito e destacam a importância de distinguir vários tipos de investidores institucionais.	Wang e Zhang (2009)
Verificar se a propriedade institucional afeta o custo dos empréstimos bancários.	A propriedade institucional está negativamente relacionada, estatística e economicamente, aos <i>spreads</i> de empréstimos. Os investidores institucionais desempenham um papel ativo na governança corporativa, reduzindo os níveis de risco de suas empresas de portfólio por meio do monitoramento eficaz da gestão.	Roberts e Yuan (2010)
Examinar a relação entre investidores institucionais e o comportamento de gestão de ganhos em relação a alguns empreendimentos franceses de fusões e aquisições.	Os resultados mostram que as empresas absorventes tendem a manipular os ganhos relevantes para o ano anterior à oferta de fusão. Também indicam que o gerenciamento de resultados para cima das empresas absorventes prova ser positivamente influenciado pela participação institucional e pela existência de uma participação pré-oferta nas empresas de licitação. No entanto, a presença de instituições ativas diminui o nível de <i>accruals</i> discricionários das empresas absorventes.	Njah e Jarboui (2013)

Examinar o efeito da propriedade gerencial sobre o custo da dívida, medido pela taxa de juros distribuída em títulos corporativos para empresas japonesas.	Os resultados revelam que a teoria das agências tradicionais sobre a propriedade gerencial - aplica-se ao mercado de títulos japonês, logo, a presença de investidores institucionais diminui o risco de que os gerentes se engajem em comportamentos oportunistas devido ao alto monitoramento.	Shuto e Kitagawa (2011)
Examinar se as instituições locais são monitores eficazes do comportamento corporativo. E se maior proximidade dos acionistas melhora a governança interna e a lucratividade da empresa.	No geral, os resultados indicam que os custos de monitoramento variam inversamente com a distância.	Chhaochharia, Kumar e Niessen-Ruenzi (2012)
Identificar como os investidores institucionais selecionam as empresas alvos, para obter melhores oportunidades de maiores desempenhos.	Indicam que os investidores institucionais tendem a auferir participações em empresas mal geridas com intuito de obter maiores ganhos.	Farooqi <i>et al.</i> (2017)

Figura 1: Efeitos dos investidores institucionais via monitoramento.

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.2 OS HEDGE FUNDS E SUAS CARACTERÍSTICAS

A literatura existente e a prática da indústria reconhecem os *hedge funds* como uma classe única entre os investidores institucionais, pois detêm uma estrutura diferenciada em relação às normas que os regem nos quesitos de transparência, venda a descoberto, uso de derivativos, grau de alavancagem e risco, estrutura e de liquidez (Chung *et al.*, 2015). Os *hedge funds* oferecem retornos superiores em comparação com outras classes de investidores institucionais e aos sofisticados *benchmarks* passivos segundo Chung *et al.* (2015), além de constatar que os *hedge funds* têm sido a classe que mais cresce entre os investidores institucionais nos últimos anos.

Em meados do século XX, várias instituições financeiras, como fundos de investimentos, bancos e seguradoras participaram ativamente da governança corporativa das empresas demonstrando que o ativismo dos investidores nos *hedge funds* não é algo recente, conforme foi constatado por Gillan e Starks (2007). Estudos encontrados na literatura internacional sugerem que o ativismo dos *hedge funds* está

sempre acontecendo, por gerar maior valor para os acionistas, parecendo trazer efeitos positivos (Clifford, 2008; Bessler, Drobetz, & Holler, 2015).

Nos Estados Unidos, assim como em outros países, os investidores institucionais começaram a tratar os *hedge funds* como uma classe de ativos legítimos, como investimentos capazes de produzir fontes independentes de retorno que são atraentes em um risco ajustado e ajudaram a transportar o total de fundos investidos para outros níveis (Brittain, 2001). Gestores de *hedge funds* são considerados “superiores” e, geralmente, ganham uma generosa taxa de desempenho, bem como uma taxa relacionada aos ativos sob gestão (Brittain, 2001).

Conforme foi possível observar no estudo realizado por Brav, Jiang e Kim (2010), os gestores de *hedge funds* são uma nova geração de acionistas ativistas que estão mais bem equipados, com incentivos financeiros mais adequados e com melhores estruturas organizacionais para perseguir agendas de ativismo, do que gerações anteriores de ativistas institucionais. Tais evidências indicam que o *hedge funds* é bem-sucedido em alcançar os objetivos de criar valor para acionistas das empresas alvo. Sendo assim, a multiplicidade de evidências de diferentes estudos geralmente apoia a visão de que o ativismo dos *hedge funds* cria valor para os acionistas, influenciando efetivamente a governança, decisões de estrutura de capital e desempenho operacional de empresas alvo (Brav, Jiang, & Kim, 2010).

No Brasil, os *hedge funds* difundidos como fundos multimercados (Gomes & Cresto, 2010) têm uma representatividade muito grande, com mais de 21% do patrimônio dos fundos de investimentos (ANBIMA, 2019) e compõem uma indústria que tem apresentado um crescimento significativo quando comparada à indústria de fundos tradicionais (Gomes & Cresto, 2010). No mercado norte-americano, os *hedge funds* ocupam o primeiro lugar na quantidade de fundos existentes, assim como no

volume financeiro (Pertesen, 2007). Fonseca (2012) relatou que, mesmo existindo semelhanças entre os fundos multimercados brasileiros e os *hedge funds* americanos, os controles brasileiros são mais expressivos do que os do exterior, e isso se dá como meio de proteção, pelo fato de o mercado interno não ser maduro o suficiente; outra diferença é a liquidez, que no Brasil é diária ou tem prazos de carência menores, bem como são oriundos dos fundos de renda fixa, enquanto os *hedge funds* americanos são decorrentes de renda variável com retornos maiores e riscos menores.

Na Figura 2 estão relacionados, de forma sucinta, estudos já realizados sobre *hedge funds* e suas características.

OBJETIVOS	RESULTADOS	REFERÊNCIAS
Resumir brevemente alguns princípios comuns que orientam o investidor institucional e sugerir maneiras pelas quais esses princípios podem ser adaptados.	As definições dos vários tipos de investimento em <i>hedge funds</i> serão objeto de intensa apuração para refletir em um entendimento compartilhado dos fatores de risco que são características de cada estilo individual.	Brittain (2001)
Analisar as mudanças mais recentes que ocorreram com a entrada de <i>hedge funds</i> para o ativismo dos acionistas	A entrada relativamente recente de <i>hedge funds</i> no ativismo dos acionistas forneceu mais evidências de ganhos com o ativismo, mas os efeitos a longo prazo ainda são desconhecidos e justificam mais pesquisas.	Gillan e Starks (2007)
Examinar os efeitos do ativismo dos acionistas pelos <i>hedge funds</i> de 1998 a 2005. Quando os <i>hedge funds</i> acumulam mais de 5% de uma empresa, eles devem registrar uma divulgação regulatória junto à SEC, que indica se suas intenções de investimento são ativas ou passivas.	Os retornos ao <i>hedge funds</i> são maiores para seus blocos ativos do que para os passivos, indicando que os acionistas ativistas podem usar retornos mais altos para mitigar o custo de seus esforços de monitoramento.	Clifford (2008)
Analisar o ativismo dos acionistas pelos <i>hedge funds</i> e a possível criação de valor trazida pelos <i>hedge funds</i> ativistas, tanto para os acionistas das empresas-alvo quanto para os investidores nos <i>hedge funds</i> .	As evidências corroboram a visão de que o ativismo dos <i>hedge funds</i> cria valor para os acionistas, influenciando efetivamente a governança, as decisões de estrutura de capital e o desempenho operacional das empresas alvo.	Brav <i>et al.</i> (2010)
Analisar se os clientes de fundos <i>long-short</i> , no Brasil, estão apenas comprando retornos de mercado (beta), ou se existe geração de excesso de retorno (alpha) de maneira	Evidencia que somente alguns fundos conseguem gerar excesso de retorno. Há também um indício de que não é persistente o excesso de retorno. Finalmente, são poucos ou nenhum indício a favor de <i>market timing</i> .	Gomes e Cresto (2010)

independente dos retornos do mercado de ações.		
Investigar se os <i>hedge funds</i> , como uma classe, são melhores na escolha de ações do que outras classes de investidores institucionais.	Os <i>hedge funds</i> , exclusivamente entre investidores institucionais, exibem um <i>timing</i> superior de sua carga no fator de risco de mercado, e seu alfa superior de seleção de ações persiste nas amostras estudadas. É provável que apenas os <i>hedge funds</i> obtenham retornos excedentes líquidos resultantes da seleção de ações.	Chung <i>et al.</i> (2015)
Analisar o papel dos <i>hedge funds</i> como investidores e examinar o desempenho de empresas alemãs que foram direcionados por <i>hedge funds</i> . Verificar, também, o impacto no desempenho dos <i>hedge funds</i> no ambiente pós-reforma, e inferir se eles constituem um mecanismo eficaz para exercer controle corporativo na Alemanha.	Em média, os <i>hedge funds</i> aumentaram o valor do acionista no curto e no longo prazo. No entanto, <i>hedge funds</i> mais agressivos geraram maiores retornos apenas inicialmente, enquanto os <i>hedge funds</i> não agressivos superaram, em última análise, seus pares agressivos.	Bessler <i>et al.</i> (2015)

Figura 2: *Hedge funds* e suas características

Fonte: Elaborado pelo autor.

2.3 HEDGE FUNDS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O ato de gerenciar resultados acontece por meio de ações praticadas pelos gerentes que se utilizam de procedimentos escusos para alterar a qualidade das informações divulgadas nas demonstrações contábeis (Healy & Wahlen, 1999). Eles, juntamente com Leuz, Nanda e Wysocki (2003), demonstraram evidências comprovadas de que os gestores tendem a influir a percepção sobre o real desempenho da empresa com mecanismos de gerenciamento de resultados, utilizando-se de métodos contábeis específicos. As demonstrações financeiras/contábeis servem como um dos principais canais de comunicação entre seus usuários e, portanto, ações praticadas com o intuito de gerenciar resultados podem afetar negativamente a qualidade dessas informações, visto que os gestores que detêm essa prática buscam por brechas nas normas legais para potencializá-las

(Johnson, Khurana, & Reynolds, 2002; Kerstein & Rai, 2007; Burgstahler & Dichev, 1997).

Conforme apresentado por em Martinez (2001), incertezas no fluxo de caixa podem ser oriundas de decisões operacionais e atos concretos procedentes de gerenciamento de resultados. A distorção da percepção do usuário da informação contábil também é uma das finalidades do gerenciamento, contrariando a previsão do mercado e apresentando diferenças sobre a situação financeira/econômica (Mota, Cunha, Oliveira, & Paulo, 2017).

Na pesquisa realizada no Brasil por Oliveira, Maria e Maria (2018) buscou-se evidências que demonstrassem que quanto maior a participação por investidores institucionais menores são os subsídios que esta empresa tem para gerenciar seus resultados e; ademais, que esta relação se torna mais significativa se optar por melhores práticas de governança corporativa. De fato, os autores identificaram que uma relação inversa e relevante é adicionada ao valor do gerenciamento, quando da interação dos investidores institucionais com o padrão de governança que a empresa optou (Oliveira, Maria, & Maria, 2018). Tal pesquisa permitiu concluir que, quando uma empresa decide adotar as boas práticas de governança corporativa, esta obtém como retorno uma significativa redução do gerenciamento de resultados, e isso torna-se muito mais evidente se na organização estrutural de propriedade houver investidores institucionais (Oliveira *et al.*, 2018).

No estudo realizado por Baptista (2008), que objetivou delimitar o perfil das empresas brasileiras, tentando encontrar aquelas que teriam maior propensão ao gerenciamento de resultados, concluiu-se que os resultados encontrados têm indicativos de que as empresas listadas nos segmentos especiais da Bovespa, ou listadas em bolsa internacional, apresentam menor tendência de praticarem o

gerenciamento e não associou isto ao fato de ser auditada por uma *Big Four*, especificamente.

Os resultados encontrados na literatura internacional evidenciam que o ativismo dos *hedge funds* aumenta o monitoramento e contribui para as melhores práticas de governança corporativa mitigando uma gestão agressiva dos lucros (Hsu & Koh, 2005). Outros estudos reforçam que a presença de investidores institucionais, não especificamente os de *hedge funds*, reduz a assimetria de informações, pois detêm um efetivo papel no monitoramento da gestão empresarial, como os estudos apresentados por Bhojraj e Sengupta (2003), Koh (2003, 2007), Ben Kraiem (2008) e Njah e Jarboui (2013).

Brav *et al.* (2010) também evidenciaram que a geração dos *hedge funds*, enquanto investidores institucionais, atende aos objetivos da empresa, pois têm melhor preparo e são mais capacitados, adequando o monitoramento com suas estruturas organizacionais e controle, influenciando positivamente na gestão das empresas, e reduzindo o risco de gerenciamento, devido ao monitoramento contínuo e eficaz, conforme ratificado por Shuto e Kitagawa (2011).

Com base nos estudos expostos, e considerando a lacuna de pesquisa com este objetivo para o mercado brasileiro, construiu-se a seguinte hipótese:

H1: O nível de gerenciamento de resultados diminui com a participação institucional dos *hedge funds*.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Com o intuito de verificar se os investidores institucionais em *hedge funds* têm maior monitoramento e menores níveis de gerenciamento de resultados foram utilizados dados financeiros e contábeis, extraídos do banco de dados Economatica[®], das empresas listadas na Bolsa de Valores B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) e que possuíam participação de fundos multimercados em atividade uma vez que estes, no Brasil, equiparam-se aos *hedge funds* estrangeiros (AMBIMA, 2019; Joaquim & Moura, 2011).

3.1 COLETA DE DADOS

A seleção de empresas foi por setor econômico. Também foram extraídas informações da composição das carteiras dos fundos como aplicações em ações. Por meio dessa composição das carteiras é possível identificar onde o fundo de investimento aplica seus recursos, o montante de ações em carteira ao final de cada período e o volume financeiro empregado em cada estratégia. A Tabela 1 apresenta a quantidade de observações por setor econômico e o seu percentual:

TABELA 1: QUANTIDADE DE OBSERVAÇÕES POR SETOR ECONÔMICO

Setores	Freq.	Percent	Cum.
Bens Industriais	416	19.68	19.68
Comunicações	31	1.47	21.14
Consumo Cíclico	565	26.73	47.87
Consumo Não Cíclico	170	8.04	55.91
Materiais Básicos	252	11.92	67.83
Outros	79	3.74	71.57
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	75	3.55	75.12
Saúde	104	4.92	80.04
Tecnologia da Informação	33	1.56	81.6
Utilidade Pública	389	18.4	100
Total	2114		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nesse ponto, observa-se que os setores mais presentes na amostra são o de Consumo Cíclico (formados pelos subsetores Construção Civil, Diversos, Tecido e Vestuário, Utilidade domésticas e Viagens e Lazer) representando 26,73%, e o setor de Bens Industriais (Construção e Engenharia, Máquinas e Equipamentos, Comércio e Serviços Diversos, e Transporte) com 19,68% da amostra. Ressalta-se que o estudo considera a segregação em setores da B3, ao invés de subsetores, para não segmentar a amostra em excesso e inviabilizar análises de robustez dos resultados.

A amostra é constituída de empresas listadas na B3, com informações disponíveis no período de 2010 a 2018, e as informações de mercado foram extraídas no último dia útil do ano corrente. Dada a utilização de informações contábil-financeiras, optou-se pela utilização das demonstrações consolidadas divulgadas no padrão internacional de relatórios financeiros (IFRS). Foi realizado o tratamento dos dados da base e após tal análise, o número de empresas, que inicialmente era 625 passou para 162.

Foram excluídas da análise: i) empresas financeiras (bancos, seguradoras e fundos de investimento) e tal exclusão justifica-se pelo fato de essas empresas estarem inseridas em setores regulamentados, com legislação própria, e por possuírem normas que podem impactar a contabilidade e causar viés à análise (Gunny, 2005); ii) empresas com ausência de dados necessários para este estudo (Cupertino, Martinez, & Costa, 2016). Exposto isso, o tratamento da amostra segue apresentado na Tabela 2.

TABELA 2: PROCESSO DE TRATAMENTO EM OBSERVAÇÕES

Processo de Tratamento (em nº de observações)	Exclusão	Subtotal
Número de observações presentes no Economatica		6,875
Exclusões de Empresas:		
<i>sem dados cadastrais (nome e setor)</i>	-2711	4,164
<i>do Setor "Financeiro" e "Outros"</i>	-630	3,534
<i>com PL negativo</i>	-320	3,214
<i>sem informações para estimar os ADs</i>	-1322	1,892

<i>sem informação de Volatilidade e Valor de Mercado</i>	-872	1,020
Total de Observações empresa-ano		1,020

Fonte: Elaborado pelo autor.

Além das etapas relatadas, definiu-se pela exclusão das empresas sem informação de setor, bem como aquelas com Patrimônio Líquido negativo. Com isso, o estudo utiliza um painel desbalanceado com 1.020 observações referentes a 162 empresas.

Das empresas contidas na amostra, 27,45% contaram com pelo menos 1 *hedge fund* (HF), que são os fundos multimercado, aqui tratados como investidores institucionais, em função do rigor na gestão, cobrança de taxa de administração, além de outras características que agregam o papel de monitoramento das empresas investidas.

Reitera-se que foram considerados Investidores Institucionais apenas os *hedge funds* que participaram do Índice de *Hedge Funds* da ANBIMA (IHFA) ao longo do período amostral. Dessa forma, foi necessário coletar, separadamente, o histórico de formação do índice apenas para identificar esses fundos. Buscou-se, posteriormente, as carteiras de cada fundo ao fim de cada período. Com isso, eventuais mudanças nas carteiras ao longo do ano não foram capturadas nessa base.

Na sequência, inverteu-se o espectro de visão, utilizando a tabela dinâmica do MS Excel®, passando da ótica dos *hedge funds* – HF para as empresas que compunham as carteiras dos fundos, conforme demonstrado na Figura 3:

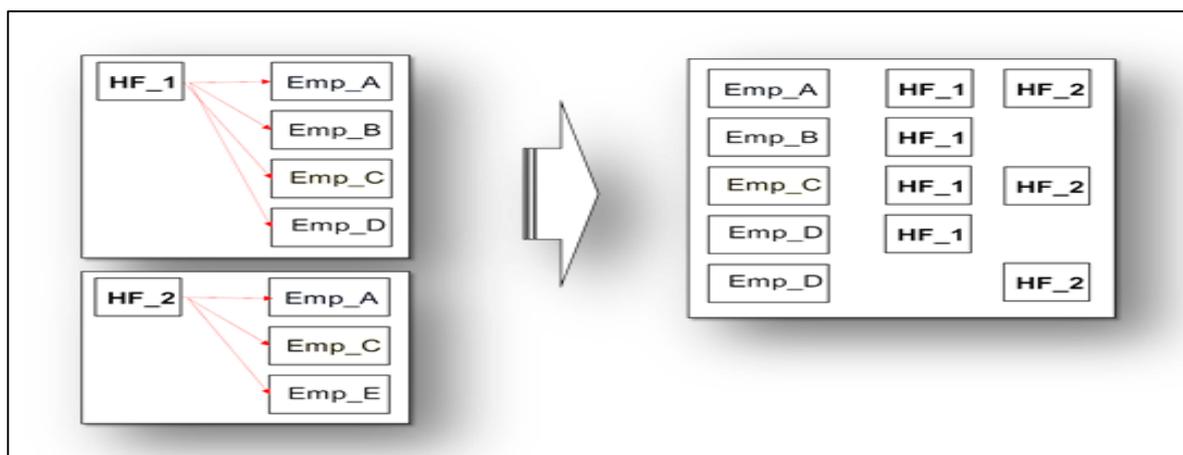


Figura 3: Exemplo de coleta das informações dos *hedge funds*

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na sequência, realizou-se uma fusão das bases que continham essas empresas investidas pelos *hedge funds* com aquelas contidas na base original. Dessa forma, foram coletadas as informações de participações (percentuais) dos *hedge funds* em termos de valor de mercado e de quantidades de ações sobre as empresas da amostra, conseqüentemente, as empresas listadas que não contaram com nenhuma participação dos fundos receberam o valor zero em cada ano.

Adicionalmente, a Figura 4 apresenta a distribuição dos *hedge funds* por setor e ano e ano:

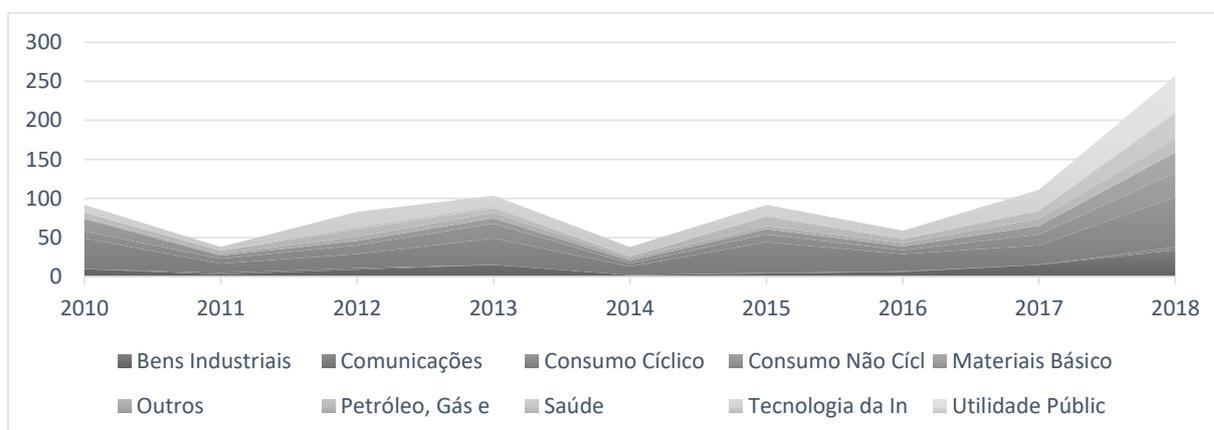


Figura 4: Número de *hedge funds* por setor e ano

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que, após um período de mínima em 2014, todos os setores apresentaram crescimento no número de *hedge funds*, atingindo o maior patamar em 2018, em que a maior incidência se concentra no setor de Consumo Cíclico (64), seguido por Utilidade Pública (45) e Bens Industriais (34). Isso reflete o cenário de expectativa de crescimento do mercado brasileiro após as mudanças político-econômicas iniciadas em 2016-2017.

Ainda, para explorar a participação dos *hedge funds* na amostra, a Tabela 3 apresenta a distribuição das empresas no setor no período de 2010 a 2018:

TABELA 3 – NÚMERO DE EMPRESAS COM HEDGE FUNDS, POR SETOR E ANO

set_n1	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Bens Industriais	2	0	2	4	1	0	2	3	4	18
Comunicações	0	1	1	0	0	0	0	0	1	3
Consumo Cíclico	4	1	2	6	2	7	5	5	10	42
Consumo Não Cíclico	2	1	3	2	1	2	0	4	4	19
Materiais Básicos	3	0	2	1	0	2	2	3	5	18
Petróleo, Gás e Bioco	1	0	2	2	0	2	1	2	2	12
Saúde	2	2	4	2	1	3	2	4	6	26
Tecnologia da Informa	0	0	1	1	0	1	0	1	1	5
Utilidade Pública	3	0	4	1	3	4	2	7	7	31
Total	17	5	21	19	8	21	14	29	40	174

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que o setor Consumo Cíclico é o que possui, ao longo do período, a maior quantidade de empresas com participação de *hedge funds*, seguido pelo setor de Utilidade Pública e Bens Industriais, confirmando o cenário exposto na Figura 4, com o período de mínima em 2014 e restabelecimento nos anos seguintes.

3.2 MODELOS PROPOSTOS

Com o intuito de atender ao objetivo desta pesquisa e examinar se o nível de gerenciamento de resultados diminui com a participação institucional dos *hedge funds*, utilizou-se da técnica de análise de dados em painel. Para tanto, foi utilizado o método de mínimos quadrados ordinários (*Pooled Ordinary Least Squares*), com controle de

ano e setor. Com base nos trabalhos desenvolvidos por Bhojraj e Sengupta (2003), Njah e Jarboui (2013) e Bessler *et al.* (2015) foi elaborado um modelo que permitisse testar a hipótese de que a participação acionária dos *hedge funds* aumenta o monitoramento e diminui o gerenciamento de resultados, em mercados emergentes como o brasileiro, no período de 2010 a 2018.

Para isso, estimou-se modelo:

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 N_Invest_Instit_{it} + \beta_2 Entrada_Invest_Instit_{it} + \beta_3 Part_Invest_Instit_{it} + \beta_4 \Delta Part_Invest_Instit_{it} + \Sigma Controle_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A variável dependente GR_i indica o gerenciamento por *accruals* discricionários para empresa i no ano t e, alternativamente, foi testada a variável estimada pelo “modelo de Jones” e “Jones Modificado”, conforme descrito no tópico 3.2.1; $N_Invest_Instit_{it}$ é o logaritmo natural do número de investidores que detinham posição na empresa i ao fim do ano t ; $Entrada_Invest_Instit_{it}$ é uma variável *dummy* que recebe o valor 1 se houve entrada de *hedge funds* no período e 0 caso contrário; $Part_Invest_Instit_{it}$ é o percentual de valor de mercado da empresa i detido por investidores institucionais no ano t ; e $\Delta Part_Invest_Instit_{it}$ é a variação da participação em pontos percentuais, entre o período t e período $t-1$.

Convém ressaltar que, para diminuir a ocorrência de *outliers* e reduzir a heterocedasticidade dos resíduos nos modelos de regressões, as variáveis de *accruals* discricionários foram winsorizadas em 2,5% em cada extremidade da distribuição, bem como as variáveis de controle descritas no tópico subsequente.

De acordo com a hipótese, espera-se que as empresas que têm *hedge funds* como investidores possuam menores níveis de gerenciamento de resultados. Os

coeficientes β_1 , β_2 , β_3 e β_4 relacionam a presença de *hedge funds* com o gerenciamento de resultado sob diversas perspectivas:

- O coeficiente β_1 indica o efeito da quantidade de *hedge funds* que monitora a empresa sobre o gerenciamento;
- O coeficiente β_2 , *dummy* de entrada, indica o choque inicial quando a empresa passa a ter o monitoramento de um novo *hedge funds*;
- O coeficiente β_3 indica se o gerenciamento de resultado é maior ou menor a depender do percentual do valor de mercado detido por *hedge funds*;
- O coeficiente β_4 indica o choque de monitoramento que existe a partir do aumento da exposição que os *hedge funds* têm na empresa.

Em síntese, esperam-se efeitos negativos para os 4 coeficientes.

3.2.1 Modelos de mensuração do gerenciamento

Foram considerados os Modelo de Jones (1991) e Jones Modificado de Dechow *et al.* (1995). Tais modelos estimam os *accruals* totais (diferença entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional) como ponto de partida para mensuração dos *accruals* discricionários para cada empresa e ano.

Modelo Jones:

$$Accr_Tot_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

O Modelo Jones Modificado inclui a variação das contas a receber do período no modelo Jones (1991) como apresentado na formulação:

$$Acc_Tot_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta Receita_{it} - \Delta ContasReceber_{it}) + \beta_2 Imob_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em ambos os modelos, todas as variáveis foram divididas pelo ativo total da empresa no período t-1. A variável independente $\Delta\text{Receita}_{it}$ indica a variação da receita líquida do período t-1 para t; $\Delta\text{ContasReceber}_{it}$ é a variação do contas a receber do período t-1 para t; Imob_{it} são os ativos imobilizados no período t; e os *accruals* discricionários, proxy do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, são os resíduos da equação (ε_{it}). Intuitivamente, o modelo envolve a estimativa do gerenciamento de resultados como a diferença entre os *accruals* reais e esperados da empresa (Hadani *et al.*, 2011).

3.2.2 Variáveis de controle

Foram utilizadas variáveis de controle nos modelos com o intuito de reduzir a heterogeneidade da amostra e incluir controles de interesse, conforme variáveis identificadas na literatura sobre gerenciamento de resultados:

ROE – é o Retorno sobre o Patrimônio que consiste na razão entre o lucro líquido da empresa *i* no período *t* pelo patrimônio líquido do período t-1. A lucratividade da empresa é mensurada mediante o retorno sobre o patrimônio líquido, que pode ser utilizada para influenciar as decisões dos atuais gerentes para maiores ganhos e, por isso, tal variável justifica-se, pois controla a relação entre lucratividade e gerenciamento de resultados (Doukakis, 2014; Doyle, Ge, & McVay, 2007; Caton, Goh, & Donaldson, 2001; Chung, Firth, & Kim, 2005).

Liquidez Geral – Liquidez Geral consiste na razão entre o ativo circulante mais o realizável a longo prazo e o passivo total da empresa *i* no período *t*. Justifica-se pelo fato de medir a capacidade que uma empresa tem de honrar com as suas obrigações de curto e longo prazo, e isto pode refletir diretamente no gerenciamento de resultados (Fama & French, 1996; Piotroski, 2000; Lopes & Galdi, 2007).

Endividamento - o Endividamento consiste na Razão do exigível total pelo patrimônio líquido da empresa i no período t . A utilização dessa variável justifica-se pelo fato de existir correlação entre o gerenciamento e o endividamento da empresa uma vez que, segundo Watts e Zimmerman (1990), quanto mais a empresa está endividada maior a possibilidade de que o gestor escolha práticas contábeis/financeiras para aumentar o lucro.

MTB – é o *Market-to-Book*, que captura a oportunidade de crescimento da empresa i em período t . Empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem incentivos para atingirem determinados benchmarks de lucro (Roychowdhury, 2006; Gunny, 2010; Zang, 2011; Cupertino *et al.*, 2016);

Volatilidade – é a volatilidade da ação que consiste no desvio padrão do retorno da empresa i no período t ; e sua utilização justifica-se porque o risco percebido pelo mercado influencia no gerenciamento praticado, podendo ter um aumento de gerenciamento com o objetivo de provocar resultados que reduzam tal risco (Baptista, 2008).

Beta – consiste na razão entre covariância entre retorno da empresa i no período t e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado. Justifica-se seu uso dado que as maiores flutuações no beta do mercado para *hedge funds* sugerem que eles podem ter tempo implícito ou explícito para o risco de mercado em suas estratégias (Chung *et al.*, 2015).

Na Figura 5 foram listadas as variáveis dependentes, independentes e de controles selecionadas para representar a participação dos *hedge funds* no modelo apresentado e as suas justificativas.

VARIÁVEIS	DEFINIÇÃO	TIPO	IDENTIFICA	EFEITO ESPERADO	REFERÊNCIA
GR_{it} (Jones e JM)	Gerenciamento por <i>Accruals</i> discricionário da empresa i no tempo t	Variável Dependente	Diferença entre os <i>accruals</i> reais e esperados da empresa		Jones (1991); Dechow <i>et al.</i> (1995)
$N_Invest_Instit_{it}$ (Num.Invest.Institucional)	Número de Investidores Institucionais (<i>hedge funds</i>)	Variável Independente	Logaritmo natural do número de CNPJ de <i>hedge funds</i> (que fazem parte do índice de <i>hedge funds</i> da ANBIMA – IHFA) que detém ações da empresa i ao fim do ano t	NEGATIVO	-
$Entrada_Invest_Instit_{it}$ (Entrada.Invest.Institucional)	Dummy de entrada	Variável Independente	Igual a 1 para empresa i que teve entrada de <i>hedge funds</i> no período t e 0, caso contrário.	NEGATIVO	-
$Part_Invest_Instit_{it}$ (Participação.Invest.Institucional)	Participação dos <i>Hedge Funds</i> (que fazem parte do índice de <i>hedge funds</i> da ANBIMA – IHFA) em percentuais em termos de valor de mercado das ações da empresa	Variável Independente	Quanto do valor de mercado da empresa i é detido pelos <i>hedge funds</i> em um período t	NEGATIVO	-
$\Delta Part_Invest_Instit_{it}$ (Δ Participação.Invest.Institucional)	Varição em pontos percentuais da participação, entre o período t e período $t-1$	Variável Independente	Diferença entre a variável $Part_Invest_Instit_{it}$ no período t e no período $t-1$	NEGATIVO	-
MTB_{it} (MTB)	<i>Market-to-book</i> , proxy para estimar a oportunidade de crescimento da empresa i em t .	Variável de Controle	MTB = VM/PL (onde VM é o valor de mercado da ação e PL é o patrimônio líquido)	NEGATIVO	Roychowdhury, (2006); Gunny (2010); Zang (2011); Cupertino, Martinez e Costa (2016)
Volatilidade it (volatilidade)	Volatilidade da Ação	Variável de Controle	Desvio padrão dos retornos acumulados da empresa i no período t referente aos últimos 12 meses	NEGATIVO	Baptista (2008)
$Beta_{it}$ (Beta)	Medida de sensibilidade da empresa em relação ao retorno de mercado	Variável de Controle	Razão entre covariância entre o retorno da empresa i no período t e do retorno do mercado pela variância do retorno do mercado	NEGATIVO	Chung <i>et al.</i> (2015)

ROE_{it} (ROE)	<i>Return on Equity</i> – Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Variável de Controle	ROE = LL/PL (onde LL é lucro líquido e PL é patrimônio líquido)	NEGATIVO	Caton, Goh e Donaldson (2001); Chung, Firth e Kim (2005).
$Endividamento_{it}$ (Endividamento)	Endividamento	Variável de Controle	Endividamento = (PC+PNC)/AT (onde PC é passivo circulante, PNC é passivo não circulante e AT é ativo total)	NEGATIVO	Watts e Zimmerman (1990)
$Liquidez\ Geral_{it}$ (Liquidez Geral)	Liquidez Geral	Variável de Controle	Liquidez Geral = (AC+RLP)/(PC+PNC) (onde AC é ativo circulante, RLP é o realizável a longo prazo, PC é passivo circulante e PNC é passivo não circulante)	NEGATIVO	Fama e French, (1996); Piotroski, (2000); Lopes e Galdi (2007)

Figura 5: Detalhamento das variáveis utilizadas
Fonte: Elaborado pelo autor.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Com base nos dados coletados, e por meio dos procedimentos realizados na metodologia, a Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis não dicotômicas a serem utilizadas na pesquisa.

TABELA 4 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVA

Estatísticas	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	Max
GR (Jones)*	1020	0.0580	0.0489	0.0000	0.0186	0.0439	0.0848	0.1834
GR (JM)*	1020	0.0588	0.0505	0.0000	0.0194	0.0451	0.0844	0.2021
Núm. Invest. Institucional	1020	0.1822	0.4364	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	2.0794
Entrada Invest. Institucional	1020	0.1931		0.0000				1.0000
Participação Invest. Institucional	1020	0.0087	0.0220	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0869
Δ Part. Invest. Institucional	1020	0.0000	0.0002	-0.0004	0.0000	0.0000	0.0000	0.0008
ROE	1020	0.0342	0.2910	-1.8222	-0.0006	0.0806	0.1598	0.4721
Liquidez Geral	1020	1.2132	1.0159	0.2366	0.6648	0.9421	1.4029	6.9159
Endividamento	1020	0.5428	0.1874	0.1051	0.4169	0.5385	0.6756	0.9337
MTB	1020	1.9493	1.9678	0.1688	0.7259	1.2824	2.3688	9.6914
Volatilidade	1020	0.0656	0.0739	0.0000	0.0000	0.0555	0.1051	0.2832
Beta	1020	0.0042	0.0068	-0.0055	0.0000	0.0000	0.0074	0.0241

Notas: **GR (Jones)** é o valor absoluto dos *accruals* discricionários, winsorizados a 2.5% em cada cauda, estimados com base no modelo de Jones (1991); **GR (JM)** é o valor também absoluto estimado pelo modelo “Jones modificado” (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995); **Num. Invest. Institucional** é o logaritmo natural do número de CNPJ dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) que detêm ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **Participação Invest. Institucional** é o percentual de participação dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) em termos de valor de mercado das ações da empresa; **Δ Participação Invest. Institucional** é a variação em pontos percentuais da participação dos *hedge funds* em termos de valor de mercado das ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **ROE** é o retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado a 2.5% em cada cauda. **Liquidez Geral** é a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante da empresa *i* no tempo *t*; **Endividamento** é a razão entre Passivo Exigível (PC+PNC) e o Ativo Total da empresa *i* no tempo *t*; **MTB** é o *Market-to-book*, calculado pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da ação, também winsorizadas a 2.5% em cada cauda; **Volatilidade**, também winsorizadas, representa a volatilidade da empresa, medido pelo desvio padrão dos retornos acumulados dos últimos 12 meses; **Beta** é uma medida de sensibilidade da empresa em relação ao retorno de mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

A estimação dos *accruals* pelo modelo de Jones Modificado apresentou uma média igual à média da estimação pelo modelo Jones, o que foi confirmado pelo teste (não tabulado) de diferença de média (*paired t test*), significativo a um alfa de 1%.

Sobre as variáveis de participação dos *hedge funds*, nota-se uma média 0.0087%. Por certo, considerando as empresas da amostra, esses investidores institucionais aplicaram em apenas 27.45% das observações ao longo do período, sendo na maioria com baixa participação relativa. Como pode ser observado, o máximo foi de 0.086%. Convém ressaltar o aumento de participação de 33% desse tipo de investidor mais sofisticado de 2010 a 2018, passando de 91 para 121 diferentes fundos.

Ademais, nota-se por meio do valor mínimo da variável ROE que algumas empresas apresentaram resultado líquido negativo (prejuízo), tendo em vista que empresas com Patrimônio Líquido - PL negativo foram excluídas da amostra. Em consulta mais detalhada, observou-se que 25% das observações apresentaram prejuízo no período, levando ao ROE mínimo de -182%. Esse mínimo, inclusive, foi observado em todos os períodos, sendo compartilhado por 95 empresas diferentes, que representam 58,6% da amostra final.

4.1.1 Matriz de correlações

A Tabela 5 apresenta a correlação de *Spearman*, uma vez que os modelos utilizam variáveis *dummy*, o que impede o uso da correlação de Pearson:

TABELA 5 – MATRIZ DE CORRELAÇÕES DE SPEARMAN

	_1	_2	_3	_4	_5	_6	_7	_8	_9	_10	_11	_12
_1 GR (Jones)	1	0.945***	-0.052*	0.001*	0.046*	-0.033*	-0.139***	0.120***	0.091***	0.059*	0.002*	-0.041*
_2 GR (JM)	0.935***	1	-0.048*	0.005*	0.052*	-0.026*	-0.135***	0.135***	0.073**	0.047*	0.006*	-0.045*
_3 Núm Invest. Institucional	-0.064**	-0.071**	1	0.702***	0.176***	0.127***	0.085***	-0.078**	0.087***	0.174***	-0.058*	-0.017*
_4 Entr Invest. Institucional	-0.017*	-0.024*	0.617***	1	0.150***	0.197***	0.031*	-0.018*	0.027*	0.126***	-0.008*	-0.002*
_5 Part. Invest. Institucional	-0.056*	-0.064**	0.952***	0.607***	1	0.710***	-0.091***	0.003*	0.029*	-0.043*	0.004*	0.009*
_6 ΔPart. Inv. Institucional	-0.029*	-0.036*	0.543***	0.813***	0.614***	1	0.061*	0.013*	-0.015*	0.003*	-0.025*	-0.013*
_7 Roe	0.020*	0.026*	0.116***	0.078**	0.113***	0.062**	1	0.133***	-0.330***	0.171***	-0.096***	-0.098***
_8 Liquidez Geral	0.066**	0.076**	-0.074**	-0.036*	-0.054*	-0.035*	0.163***	1	-0.624***	-0.027*	0.126***	0.009*
_9 Endividamento	0.098***	0.081***	0.073**	0.022*	0.055*	0.017*	-0.192***	-0.561***	1	0.113***	-0.062**	0.031*
_10 MTB	0.024*	0.031*	0.189***	0.117***	0.172***	0.111***	0.514***	-0.042*	0.048*	1	-0.158***	-0.084***
_11 Volatilidade	0.002*	0.012*	-0.071**	-0.020*	-0.061*	-0.014*	-0.187***	0.102***	-0.040*	-0.175***	1	0.622***
_12 Beta	-0.015*	-0.016*	-0.017*	-0.022*	-0.010*	-0.008*	-0.176***	0.019*	0.048*	-0.091***	0.653***	1

Notas: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; **GR (Jones)** é o valor absoluto dos *accruals* discricionários, winsorizados a 2.5% em cada cauda, estimados com base no modelo de Jones (1991); **GR (JM)** é o valor também absoluto estimado pelo modelo “Jones modificado” (Dechow *et al.*, 1995); **Num. Invest. Institucional** é o logaritmo natural do número de CNPJ dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) que detém ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **Participação Invest. Institucional** é o percentual de participação dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) em termos de valor de mercado das ações da empresa; **Δ Participação Invest. Institucional** é a variação em pontos percentuais da participação dos *hedge funds* em termos de valor de mercado das ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **ROE** é o retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado a 2.5% em cada cauda. **Liquidez Geral** é a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante da empresa *i* no tempo *t*; **Endividamento** é a razão entre Passivo Exigível (PC+PNC) e o Ativo Total da empresa *i* no tempo *T*; **MTB** é o *Market-to-book*, calculado pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da ação, também winsorizadas a 2.5% em cada cauda; **Volatilidade**, também winsorizadas, representa a volatilidade da empresa, medido pelo desvio padrão dos retornos acumulados dos últimos 12 meses; **Beta** é uma medida de sensibilidade da empresa em relação ao retorno de mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

O papel da matriz de correlações é a identificação de possível multicolinearidade entre os regressores. Por esse motivo, o primeiro coeficiente destacado entre o par de *accruals* não representa nenhum problema, uma vez que as variáveis não compõem um mesmo modelo. Ademais, notam-se alguns pares de variáveis que apresentaram coeficientes significativos e altos, conforme sugerem Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009).

Embora correlações significativas sejam potenciais indícios de multicolinearidade elas não devem ser encaradas como teste principal, o que será realizado por meio do Fator de Inflação da Variância (VIF) após a estimação de cada modelo que permite seu cálculo (MQO). Diferente da correlação, que é uma medida limitada à análise de cada par isolado, o VIF toma como base regressões auxiliares de cada variável explicativa contra as demais.

4.1.2 Estimações dos modelos

A Tabela 6 apresenta as estimações dos modelos de dados em painel pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários, com controle de ano e setor. Eventuais problemas de heterocedasticidade, comuns em dados financeiros, foram corrigidos pela aplicação do método de correção de erros-padrão robustos de *White*.

TABELA 6 - MODELOS ESTIMADOS

Variáveis	Var. Dependente:	
	GR (Jones)	GR (JM)
Núm. Invest. Institucional (ln)	-0.0127** (-2.330)	-0.0121** (-2.093)
Entrada Invest. Institucional (<i>dummy</i>)	-0.000920 (-0.178)	-0.00111 (-0.201)
Participação Invest. Institucional (% VM)	20.41 (1.414)	21.54 (1.422)
Δ Part. Invest. Institucional (% VM)	-2.866 (-0.243)	-3.213 (-0.261)
ROE	-0.0212*** (-2.804)	-0.0226*** (-2.996)
Liquidez Geral	0.0115***	0.0123***

	(5.401)	(5.401)
Endividamento	0.0581***	0.0570***
	(5.185)	(4.933)
MTB	0.00139	0.00114
	(1.477)	(1.160)
Volatilidade	0.0199	0.0230
	(0.768)	(0.868)
Beta	-0.444*	-0.455
	(-1.680)	(-1.645)
Constante	0.0315***	0.0386***
	(3.225)	(3.848)
Num. Observações	1,020	1,020
Controle Setor/Ano	Sim/Sim	Sim/Sim
R ²	12.7%	13.9%
R ² Ajustado	10.4%	11.6%
F-Stat	4.860***	5.181***

Notas: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1; **GR (Jones)** é o valor absoluto dos *accruals* discricionários, winsorizados a 2.5% em cada cauda, estimados com base no modelo de Jones (1991); **GR (JM)** é o valor também absoluto estimado pelo modelo “Jones modificado” (Dechow *et al.*, 1995); **Num. Invest. Institucional** é o logaritmo natural do número de CNPJ dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) que detém ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **Participação Invest. Institucional** é o percentual de participação dos *hedge funds* (que fazem parte do índice de *hedge funds* da ANBIMA – IHFA) em termos de valor de mercado das ações da empresa; Δ **Participação Invest. Institucional** é a variação em pontos percentuais da participação dos *hedge funds* em termos de valor de mercado das ações da empresa *i* ao fim do ano *t*; **ROE** é o retorno sobre o patrimônio líquido winsorizado a 2.5% em cada cauda. **Liquidez Geral** é a razão entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante da empresa *i* no tempo *t*; **Endividamento** é a razão entre Passivo Exigível (PC+PNC) e o Ativo Total da empresa *i* no tempo *T*; **MTB** é o *Market-to-book*, calculado pela razão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da ação, também winsorizadas a 2.5% em cada cauda; **Volatilidade**, também winsorizadas, representa a volatilidade da empresa, medido pelo desvio padrão dos retornos acumulados dos últimos 12 meses; **Beta** é uma medida de sensibilidade da empresa em relação ao retorno de mercado.

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa.

Após a estimação dos coeficientes por OLS (MQO), realizaram-se os testes para verificar o atendimento às propriedades:

Para **multicolinearidade**, estimou-se o Fator de Inflação da Variância (VIF), que apresentou o valor 2,0 para ambos os modelos indicando a inexistência do problema no modelo. O teste RESET (*Regress Specification Error Test*) de Ramsay (*Ramsay Test*) é para verificação da correta **especificação** do modelo, testando a hipótese de que há variáveis omitidas, o que foi descartado para ambas as variáveis dependentes, dada a não rejeição da hipótese nula de especificação correta (p-valores de 0.4967 e 0.3687, respectivamente).

A **heterocedasticidade** foi testada pelo teste de *Breusch-Pagan*, realizado também com base no Multiplicador de Lagrange, seguindo a estatística χ^2 , que testa a H0 de que a variância dos erros não é relacionada com as variáveis explicativas. Nesse aspecto, rejeitou-se essa hipótese a um alfa de 1%, o que motivou a estimação pelo método alternativo de correção de erros-padrão de *White*, reduzindo a chance de incorrer no erro do tipo I (de rejeitar a hipótese quando não deveria). Sendo assim, os modelos expostos são aqueles estimados por esse método alternativo, muito embora apresentem resultados qualitativamente semelhantes.

Em ambos os modelos, a variável de **Núm. Invest. Institucional** mostra-se um fator inibidor da utilização de *accruals*, posto que foi significativamente negativo a 5% (-0.0127*** e -0.0121***, respectivamente). Isso significa que, quanto mais investidores *hedge funds* detendo posição na empresa, mais os gestores serão desincentivados a gerenciar os resultados. Esses achados estão alinhados com evidências apresentadas por Hsu e Koh (2005), no sentido de que o ativismo dos *hedge funds* aumenta o monitoramento e incentiva melhores práticas de gestão, mitigando o gerenciamento agressivo de lucros, evidenciando a diminuição do gerenciamento de resultado nesses casos. Também confirmam o que foi apresentado por Bhojraj e Sengupta (2003), Koh (2003, 2007), Ben Kraiem (2008) e Njah e Jarboui (2013) quanto ao efeito de redução de assimetria de informações trazido pela presença de investidores institucionais nas corporações.

As outras variáveis de interesse não ofereceram nenhum complemento informacional na explicação da variação do gerenciamento de resultados das empresas presentes na amostra, visto que não apresentaram significância alguma.

Acerca das variáveis de controle, observa-se que a ROE apresentou relação negativa e significativa (a 1% de alfa) com o gerenciamento por *accruals*

discricionários (-0.0212***). Isso sugere que, em média, quanto maior o retorno sobre o PL da empresa, menor é o nível de gerenciamento, conforme os estudos de Doukakis (2014), Doyle, Ge, e McVay (2007), Caton *et al.* (2001) e Chung, Firth e Kim (2005).

No mesmo sentido, a variável **Beta** apresentou coeficiente negativo, significativo a 10% somente no modelo GR (Jones). Isso sinaliza que quanto maior a exposição da empresa ao risco específico de mercado medido pelo beta, menor é o nível de gerenciamento do resultado. Tal evidência corrobora os achados de Chung *et al.* (2015), que mostram que as maiores flutuações no beta do mercado para *hedge funds* sugerem que eles podem ter tempo implícito ou explícito para o risco de mercado em suas estratégias.

Em sentido oposto, Liquidez Geral e Endividamento apresentaram relação significativa também, porém positiva. Em outros termos, isso significa que, mantidas as demais variáveis constantes, em média, quanto maior a reserva de ativos de curto e longo prazo para saldar os passivos de curto e longo prazo, maior é o gerenciamento de resultado visto que quanto mais alavancada é a firma, mais ela gerencia resultados e isso pode ser explicado por Fama e French (1996), Piotroski (2000), Lopes e Galdi (2007) e Watts e Zimmerman,(1990). As demais variáveis de controle não apresentaram nenhuma significância, e desta forma, não ofereceram nenhum acréscimo ao presente estudo.

4.1.3 Análise de robustez e sensibilidade

Em testes não tabulados, a variável de participação dos investidores institucionais foi excluída, em função da alta correlação com o número de investidores, mas não houve mudança qualitativa nos resultados. Alternativamente, optou-se pela

extração da variável de número de investidores institucionais, mas os resultados permaneceram não significativos para a variável de participação dos investidores institucionais.

Ademais, ambos os modelos foram estimados utilizando apenas os *accruals* positivos, isto é, apenas o gerenciamento com o objetivo de aumentar o lucro da empresa, no entanto, nenhuma variável de interesse foi significativamente diferente de zero.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos internacionais relataram que empresas com participação de *hedge funds* tendem a gerenciar menos os resultados uma vez que têm melhores formas de controlar e monitorar as ações e decisões gerenciais. Este trabalho teve como objetivo verificar se a presença e o nível de participação dos *hedge funds* reduzem o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2010 a 2018.

Os resultados das regressões estimadas sugerem que as empresas com *hedge funds* monitoram mais e, com isso, existe um menor gerenciamento, corroborando com a literatura internacional (Hsu & Koh, 2005; Bhojraj & Sengupta, 2003; Koh (2003, 2007); Ben Kraiem, 2008; Njah & Jarboui, 2013; Brav *et al.*, 2010; Shuto & Kitagawa, 2011).

Esta pesquisa contribui para a literatura brasileira sobre os *hedge funds*, por serem um tipo específico de investidor externo, que possuem um alto *expertise* dentro da empresa, e que têm em sua performance relação direta com o aumento do monitoramento, e conseqüentemente, menor gerenciamento de resultados (*Accruals* Discricionários). Também atribui valores e referências ao mercado de capitais, com informações que podem beneficiar aos analistas de mercados, investidores e demais usuários internos ou externos que são impactados pela atuação dos *hedge funds* como investidores institucionais.

Dentre as limitações da pesquisa tem-se a seleção da amostra, que neste estudo limitou-se aos fundos encontrados no índice IHFA criado pela ANBIMA em

2007, por possuírem características mais parecidas com os *hedge funds* internacionais uma vez que, segundo a literatura, é classificado como *hedge funds* os fundos de multimercados (Gomes & Cresto, 2010), os quais possuem uma grande abrangência. Devido a isso, a amostra utilizada foi reduzida por dois motivos: 1) porque o número de fundos que compõe o índice é significativamente inferior ao total de fundos multimercado; e 2) porque o período analisado ficou restrito ao período de 2010 a 2018, período pós adoção das IFRS no Brasil.

Sugere-se, para estudos futuros, a análise de outras métricas de monitoramento como, por exemplo, auditorias e outras práticas de governança corporativa que possam corroborar o resultado encontrado neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ANBIMA/FGV. *Indústria de Fundos de Investimentos – Anuário 2019*.
- Balsam, S., Krishnan, J., & Yang, J. S. (2003). Auditor industry specialization and earnings quality. *Auditing: A journal of practice & Theory*, 22(2), 71-97.
- Baptista, E. M. B. (2008). Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados. (Tese de doutorado). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10183/15347>
- BenKraiem, R. (2008). The influence of institutional investors on opportunistic earnings management. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(1), 89-106.
- Bessler, W., Drobetz, W., & Holler, J. (2015). The returns to hedge fund activism in Germany. *European Financial Management*, 21(1), 106-147.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Brav, A., Jiang, W., & Kim, H. (2010). Hedge fund activism: A review. *Foundations and Trends in Finance*, 4(3), 1-66.
- Brittain, W. H. B. (2001). Hedge Funds and the Institutional Investor. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 12(2), 225. Recuperado de <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=4513341&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency?. *Journal of accounting research*, 42(2), 207-252.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126.
- Caton, G. L., Goh, J., & Donaldson, J. (2001). The effectiveness of institutional activism. *Financial Analysts Journal*, 57(4), 21-26.
- Chih, H. L., Shen, C. H., & Kang, F. C. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: Some international evidence. *Journal of business ethics*, 79(1-2), 179-198.

- Chhaochharia, V., Kumar, A., & Niessen-Ruenzi, A. (2012). Local investors and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 42-67. DOI: 10.1016/j.jacceco.2012.03.002
- Cia, J. C., Guarita, C. I., Cia, J. N. S. (2002, setembro). O duplo papel do investidor institucional: influenciador do Corporate Governance e gestor de carteiras. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (EnANPAD)*, Salvador, BA, Brasil, 26.
- Clifford, C. P. (2008). Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 323-336.
- Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2007). Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007. *Dispõe sobre orientação sobre normas contábeis pelas companhias abertas*. Recuperado de http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29-48.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of business research*, 58(6), 766-776.
- Chung, R., Fung, S. & Patel, J. (2015). Alpha-beta-churn of equity picks by institutional investors and the robust superiority of hedge funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 363-405. Recuperado de <https://doi-org.ez159.periodicos.capes.gov.br/10.1007/s11156-014-0440-x>
- 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.
- Davies, G., Chun, R., Silva, R. V. da, & Roper, S. (2003). *Corporate reputation and competitiveness*. Psychology Press.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Doukakis, L. C. (2014). The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(6), 551-572.
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of accounting and Economics*, 44(1-2), 193-223.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The journal of finance*, 51(1), 55-84.

- Farooqi, J., Jory, S., & Ngo, T. (2017). Institutional investors' activism and credit ratings. *Journal of Economics & Finance*, 41(1), 51–77. Recuperado de <https://doi.org/10.1007/s12197-015-9332-8>
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Ferreira, M., Massa, M., & Matos, P. (2010). Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 601–644.
- Ferri, M. da S., & Soares, R. O. (2009). Investidores institucionais e o foco no curto prazo: um estudo nas empresas negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 20(4), 15-30.
- Fonseca, L. N. C. (2012). *Análise de desempenho dos fundos multimercados*. (Dissertação de mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. doi:10.11606/D.12.2012.tde-26072012-154011. Recuperado de www.teses.usp.br
- Gerhard, M. (2012). *Governança corporativa em empresas listadas no mercado de capitais brasileiro e investidores institucionais*. (Dissertação de mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, Brasil. Recuperado de <http://biblioteca.asav.org.br/vinculos/000007/0000074E.pdf>.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55-73.
- Góis, A. D., & Soares, S. V. (2019). O Efeito da reputação corporativa segundo a transparência contábil no gerenciamento de resultados de empresas listadas na B3. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 13(2), 219-234.
- Gomes, F., & Cresto, V. (2010). Avaliação de Desempenho do Fundo Long-Short no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 8 (4), 505-529. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/1641/2134>.
- Gunny, K. A. (2005). What are the consequences of real earnings management?. Recuperado de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.841&rep=rep1&type=pdf>

- 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.
- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011). Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of business research*, 64(12), 1352-1360.
- Hsu, G., & Koh, P. (2005). Does the presence of institutional investors influence accruals managements? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 809-823. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00472.x>
- 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>.
- Jain, P. K., & Rezaee, Z. (2006). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and capital-market behavior: Early evidence. *Contemporary accounting research*, 23(3), 629-654. <https://doi.org/10.1506/2GWA-MBPJ-L35D-C4K6>
- Jesus, R. M. R. D. (2004). *Governança corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso PREVI*. (Dissertação de mestrado). Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/4118/000348348.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Joaquim, G. P. G., & Moura, M. L. (2011). Performance and persistence of Brazilian hedge funds during the financial crisis. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(4), 465-488.
- Johnson, V.E., Khurana, I. K., & Reynolds, J. K. (2002). Audit-firm tenure and the quality of financial reports. *Contemporary accounting research*, 19(4), 637-660.
- Jones, J.J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kerstein, J., & Rai, A. (2007). Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 44(3), 399-419.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- Koh, P.S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35, 105-128.
- Koh, P.S. (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(3), 267-299.

- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (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).
- Lei das Sociedades por Ações nº 6.404/1976*. (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Casa Civil.
- Lei nº 11.638*. (2007). Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Casa Civil.
- Lei nº 11.641*. (2009). Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, (...) e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Casa Civil.
- Lima, V. S. D. (2011). *Incentivos no nível da firma e consequências econômicas da convergência ao IFRS no Brasil* (Dissertação de mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Liu, J. (2012). Board monitoring, management contracting and earnings management: an evidence from ASX listed companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(12), 121-136.
- Lopes, A. B., & Galdi, F. C. (2007, agosto). Does financial statement analysis generate abnormal returns under extremely adverse conditions. *Annual Meeting of the American Accounting Association*. Chicago, IL, USA, 10.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. [Working Paper]. *Social Science Research Network*. Recuperado de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1095781> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1095781>.
- Malaquias, R. F., & Eid, W., Júnior. (2014). Fundos multimercados: desempenho, determinantes do desempenho e efeito moderador. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 15(4), 135-163.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Dissertação de mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Matos, P. R. F., Penna, C. M., & Silva, A. B. G. (2015). Fundos mútuos de investimento em ações no Brasil: Incentivos, gestão e convergência. *Brazilian Business Review*, 12(2), 110-142.
- Monte-Mor, D. S., Sanfins, M. A. dos S., Nossa, S. N., & Teixeira, A. J. C. (2014). Aplicação da Teoria de Valores Extremos e da Análise Fundamentalista em Estratégias Long-Short: uma Análise de Pair Tradings do Mercado

Brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 8(3), 271-288.

- Mota, R. H. G., Cunha, A. C. da, Oliveira, A. F. de, & Paulo, E. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6-26.
- Njah, M., & Jarboui, A. (2013). Institutional investors, corporate governance, and earnings management around merger: evidence from French absorbing firms. *Journal of Economics Finance and Administrative Science*, 18(35), 89-96.
- Oliveira, J. B. de, Maria, M. M. L., & Maria, E. M., Jr. (2018). A relação entre investidores institucionais, governança corporativa e gerenciamento de resultados. *Revista Espacios*, 39(39), 24.
- Pelosi, F. D. (2003). *Processo de investimentos de longo prazo - a importância dos hedge funds como ferramenta de alocação* (Dissertação de mestrado). Ibmec, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Petersen, A. (2007). *A indústria de hedge fund no Brasil: Uma avaliação preliminar* (Dissertação de Mestrado). FGV, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/282/2213.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Pinto, A. C. F. (1984). *Efeitos da regulamentação econômica: o caso dos investidores institucionais* (Dissertação de Mestrado). FGV, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/230/000100624.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 1-41.
- Roberts, G., & Yuan, L. E. (2010). Does institutional ownership affect the cost of bank borrowing? *Journal of Economics and Business*, 62(6), 604-626. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2009.05.002
- Rochman, R. R., & Eid, W., Jr. (2006, setembro). Fundos de investimento ativos e passivos no Brasil: comparando e determinando os seus desempenhos. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil, 30.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- Ruiz, M., Pérez, J., Bona, C., & Santana, D. (2009). Calidad Del resultado y propiedad institucional. [Working Paper, pp. 323-339]. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Las Palmas de Gran Canaria, Grã Canaria.

- Silva, A. H. C., & Murcia, F. D. R. (2016). Transparência das demonstrações financeiras das sociedades de grande porte no Brasil: um avanço necessário. *Revista do BNDES*, 45, 367-375.
- Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Dissertação de mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy*, 94(3, Part 1), 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shuto, A., & Kitagawa, N. (2011). The effect of managerial ownership on the cost of debt: Evidence from Japan. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(3), 590-620
- Stigler, G. J. (1970). The optimum enforcement of laws. *Journal of Political Economy*, 78(3), 526-536.
- Tavares, D. P., Montes, G. C., & Guillén, O. T. D. C. (2013). Transmissão da política monetária pelos canais de tomada de risco e de crédito: uma análise considerando os seguros contratados pelos bancos e o spread de crédito no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 67(3), 337-353.
- Vergara, S. C. (2012). *Métodos de coleta de Dados no Campo*. 2ª Edição. São Paulo: Editora Atlas.
- Wang, A., & Zhang, G. (2009). Institutional ownership and credit spreads: an information asymmetry perspective. *Journal of Empirical Finance*, 16(4), 597-612.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 65(1), 131-156.
- Zang, A. Y. (2011). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(2), 675-703.