



CLEDISON CARLOS DE OLIVEIRA

**EFEITOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO
DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO E VALOR DE
MERCADO DE EMPRESAS NEGOCIADAS NA B3**

LAVRAS - MG

2026

CLEDISON CARLOS DE OLIVEIRA

**EFEITOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO E VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS
NEGOCIADAS NA B3**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégias de Negócios Globais e Finanças Corporativas, para a obtenção do título de Doutor. Defendida em 30 de janeiro de 2024.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho
Orientador

Prof. Dr. José Willer do Prado
Coorientador

LAVRAS - MG

2026

**Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca
Universitária da UFLA, com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).**

Oliveira, Cledison Carlos de.

Efeitos do gerenciamento de resultados no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas negociadas na B3 / Cledison Carlos de Oliveira. - 2026.

83 p. : il.

Orientador: Francisval de Melo Carvalho

Coorientador: José Willer do Prado

Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Lavras, 2026.

Bibliografia.

1. Gerenciamento de Resultados. 2. Desempenho Econômico-Financeiro. 3. Valor de Mercado. 4. Modelagem de Equações Estruturais. I. Carvalho, Francisval de Melo. II. Prado, José Willer do. III. Universidade Federal de Lavras. IV. Título.

CLEDISON CARLOS DE OLIVEIRA

**EFEITOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS NO DESEMPENHO
ECONÔMICO-FINANCEIRO E VALOR DE MERCADO DE EMPRESAS
NEGOCIADAS NA B3**

**EFFECTOS OF EARNINGS MANAGEMENT ON ECONOMIC-FINANCIAL
PERFORMANCE AND MARKET VALUE OF COMPANIES TRADED ON B3**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras, como parte das exigências do Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Estratégias de Negócios Globais e Finanças Corporativas, para a obtenção do título de Doutor. Defendida em 30 de janeiro de 2024.

APROVADO em 30 de janeiro de 2024.

Prof. Dr. André Luís Bertassi UFSJ

Prof. Dr. Gideon Carvalho de Benedicto UFLA

Prof. Dr. Janderson Martins Vaz UFLA

Prof. Dr. Oscar Neto de Almeida Bispo UFSJ

Documento assinado digitalmente
 FRANCISVAL DE MELO CARVALHO
Data: 23/06/2026 19:04:50-0300
Verifique em <https://validar.it.gov.br>

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho

Orientador

Prof. Dr. José Willer do Prado

Coorientador

LAVRAS - MG

2026

A minha esposa, minha companheira, minha amiga, meu porto seguro, Roselene.

Aos meus pais, minha pedra angular, Maria de Fátima e Gonçalo.

Ao meu filho Pedro e a minha filha Manuela, razão da minha inspiração para seguir em frente.

EU DEDICO

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus e à minha família, especialmente meu pai, pelo exemplo Gonçalo Carvalho de Oliveira, minha mãe Maria de Fatima Oliveira, sempre me dando apoio e encorajando.

À minha querida esposa, Roselene Maria Pimenta de Moraes pela cumplicidade, amizade, paciência e por sempre me apoiar.

Ao meu filho Pedro Moraes Oliveira, cujo amor por esse moleque é incondicional, o que me inspira a cada manhã a transpor os obstáculos ao longo do caminho.

À minha filha Manuela Moraes Oliveira, que nasceu no final do doutorado, cujo amor por essa garotinha é incondicional, o que me inspira a cada manhã a transpor os obstáculos ao longo do caminho.

Ao meu orientador Francisval de Melo Carvalho (DAE / PPGA / UFLA) pelo apoio, instruções e ensinamentos. Ao meu coorientador, Professor José Willer do Prado (DAE / PPGA / UFLA).

Aos meus colegas de Pós-Graduação, pelo companheirismo durante essa jornada, em especial aos amigos, por embarcarem comigo nesta jornada, compartilhando as alegrias e as agonias, superando todos os desafios.

Ao grupo de estudos em economia industrial e negócios internacionais (GEINI / UFLA) por ser minha segunda casa durante esses quatro anos. Aos colegas e funcionários do Departamento de Administração e Economia da UFLA e ao Programa de Pós-graduação em Administração (PPGA / UFLA).

Aos membros do meu comitê de defesa por aceitar meu convite e por todas as sugestões e críticas.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPQ) pelas bolsas concedidas a mim para a realização desta tese.

Em geral, muito obrigado a todos vocês que de uma forma ou de outra contribuíram, e torceram por mim durante estes quatro anos de trabalho duro.

A todos vocês, o meu muito obrigado!

“A maior descoberta de qualquer geração é que os seres humanos podem modificar suas vidas alterando sua maneira de pensar!”

ALBERT SCHWEITZER

RESUMO

A presente pesquisa teve como objetivo analisar o efeito do gerenciamento de resultados no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3, contribuindo assim, na ampliação do conhecimento entre as relações simultâneas e as variáveis e constructos em estudo. Nesse contexto, a utilização da modelagem de equações estruturais visou contribuir com novas perspectivas de análise como os efeitos de mediação, os efeitos indiretos, além de apresentar resultados robustos e confiáveis. A pesquisa apresenta uma contribuição gerencial ao analisar as práticas de gerenciamento de resultados por atividades reais e gerenciamento de resultados por *accruals*. Tal análise permitiu elucidar as características de cada modalidade de gerenciamento de resultados, como fator estratégico nas escolhas do agente e do principal. Para a academia, a pesquisa contribui com novas perspectivas de análise teóricas sobre o gerenciamento de resultados, como também metodológica, principalmente no que tange a mediação e aos efeitos diretos e indiretos. Contribui em atenuar a carência de estudos nas áreas de contabilidade e finanças que utilizam banco de dados em painel balanceado empilhado por meio da modelagem de equações estruturais (SEM). A amostra foi composta por 292 empresas, os dados foram coletados na base de dados Economática, no período que abrange o ano de 2011 ao ano 2022, compondo um total de 5.000 subamostras (empresas/ano). Para averiguar as hipóteses propostas utilizou-se da modelagem de equações estruturais, implementadas no *software* SmartPLS. Os resultados encontrados foram estatisticamente significativos para esta amostra, indicando a prática de gerenciamento de resultados para as empresas com ações negociadas na B3. Revelando ainda, que a prática do gerenciamento de resultados por atividades reais foi confirmada com efeito positivo sobre o desempenho econômico-financeiro e valor de mercado das firmas. A prática do gerenciamento de resultados por *accruals* também foi confirmada, porém com efeito negativo.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados, Desempenho Econômico-Financeiro, Valor de Mercado, Modelagem de Equações Estruturais.

ABSTRACT

The present research aimed to analyze the effect of earnings management on the economic-financial performance and market value of companies with shares traded on B3, thus contributing to expanding knowledge between the simultaneous relationships and the variables and constructs under study. In this context, the use of structural equation modeling aimed to contribute with new analysis perspectives such as mediation effects, indirect effects, in addition to presenting robust and reliable results. The research presents a managerial contribution by analyzing the practices of managing results through real activities and managing results through accruals. This analysis made it possible to elucidate the characteristics of each type of results management, as a strategic factor in the choices of the agent and the principal. For academia, the research contributes with new theoretical analysis perspectives on earnings management, as well as methodological, mainly with regard to mediation and direct and indirect effects. It contributes to alleviating the lack of studies in the areas of accounting and finance that use stacked balanced panel databases through structural equation modeling (SEM). The sample consisted of 292 companies, the data were collected in the Economática database, in the period covering the year 2011 to 2022, composing a total of 5,000 subsamples (companies/year). To investigate the proposed hypotheses, structural equation modeling was used, implemented in the SmartPLS software. The results found were statistically significant for this sample, indicating the practice of earnings management for companies with shares traded on B3. It also reveals that the practice of managing results through real activities was confirmed with a positive effect on the economic-financial performance and market value of firms. The practice of earnings management through accruals was also confirmed, but with a negative effect.

Keywords: Earnings Management, Economic-Financial Performance, Market Value, Structural Equation Modeling.

IMPACTOS SOCIAIS, TECNOLÓGICOS, ECONÔMICOS E CULTURAIS

a) Impacto Acadêmico, Científico e Tecnológico-Metodológico

O presente trabalho traz uma contribuição metodológica inovadora para a área de Ciências Sociais Aplicadas ao propor o uso da Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais (PLS-SEM) aplicada a bancos de dados secundários em painel balanceado empilhado (stacked balanced panel data). Esta técnica permitiu analisar simultaneamente os efeitos diretos, indiretos e de mediação de um volume massivo de dados contendo 5.000 subamostras (empresa/ano) extraídas de 292 empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3) no período compreendido entre 2011 e 2022. No âmbito científico, a pesquisa avança na Teoria da Agência ao contrapor de forma inédita os impactos assimétricos do Gerenciamento de Resultados por Atividades Reais (GAR) - que demonstrou efeito direto e positivo no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado - em relação ao Gerenciamento de Resultados por Accruals (GAA), que evidenciou efeito direto e negativo na performance das firmas.

b) Caráter Extensionista e Extensão à Sociedade Externa

b.1) Definição do território e grupos populacionais impactados: O território de impacto compreende o ambiente do Mercado de Capitais Brasileiro (B3), englobando diretamente os centros de decisão corporativa e os escritórios de análise financeira do País. Os grupos afetados correspondem aos participantes do mercado financeiro e agentes externos a universidade, tais como investidores individuais, acionistas minoritários, analistas de investimentos corporativos e profissionais de contabilidade e auditoria.

b.2) Público beneficiado e envolvimento institucional: O público diretamente beneficiado consiste em agentes do mercado de capitais que buscam ferramentas de triagem de riscos contra manipulações contábeis de curto prazo. A pesquisa envolveu ativamente a infraestrutura do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA/UFLA) e do Departamento de Administração e Economia (DAE/UFLA), engajando docentes e discentes nas discussões promovidas pelo Grupo de Estudos em Economia Industrial e Negócios Internacionais (GEINI/UFLA).

b.3) Áreas Temáticas da Política Nacional de Extensão: O trabalho alinha-se as áreas de Tecnologia e Produção e Trabalho, uma vez que desenvolve tecnologia analítica de avaliação de desempenho organizacional e promove a transparência produtiva no mercado regulado, impactando diretamente as práticas laborais de tomada de decisão em nível executivo.

c) Alinhamento aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS - Agenda 2030) A pesquisa está estritamente alinhada a três pilares da Agenda 2030 da ONU:

I) ODS 8 (Trabalho decente e crescimento econômico): Ao identificar os efeitos prejudiciais do gerenciamento de resultados por accruals e mapear as escolhas dos gestores, a pesquisa atua no fortalecimento da integridade econômica das firmas, promovendo a estabilidade financeira de longo prazo no mercado financeiro nacional.

II) ODS 9 (Indústria, inovação e infraestrutura): O desenvolvimento do modelo estrutural estatístico inédito funciona como uma inovação tecnológica instrumental para o setor corporativo, aprimorando a infraestrutura de dados analíticos para mercados financeiros emergentes.

III) ODS 16 (Paz, justiça e instituições eficazes): O estudo propõe ferramentas para atenuar a assimetria informacional e combater comportamentos oportunistas de agentes corporativos. Desse modo, fomenta a consolidação de instituições corporativas mais transparentes, responsáveis, eficazes e auditáveis, protegendo os direitos dos stakeholders.

SOCIAL, TECNOLOGICAL, ECONOMIC AND CULTURAL IMPACTS

a) Academic, Scientific and Technological-Methodological Impact

This research provides an innovative methodological contribution to the field of Applied Social Sciences by proposing the application of Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) to secondary databases using stacked balanced panel data. This technique allowed a simultaneous evaluation of direct, indirect, and mediation effects across a massive dataset comprising 5,000 firm-year observations from 292 companies listed on the Brazilian stock exchange (B3) between 2011 and 2022. From a scientific perspective, the study advances Agency Theory by demonstrating the asymmetric impacts of Real Earnings Management (REM)- which showed a direct and positive effect on economic-financial performance and market value - contrasted with Accrual-Based Earnings Management (AEM), which evidenced a direct and negative effect on firm performance.

b) Extension Character and Impact on External Society

b.1) Definition of territory and population groups impacted: The impact territory encompasses the Brazilian Capital Market environment (B3), specifically involving corporate decision-making centers and financial analysis offices nationwide. The affected groups correspond to capital market participants and external agents to the university, such as individual investors, minority shareholders, corporate investment analysts, and accounting and auditing professionals.

b.2) Benefited public and institutional involvement: The public directly benefited consists of capital market agents seeking risk assessment tools to detect short-term accounting manipulations. This research actively engaged the institutional infrastructure of the Graduate Program in Administration (PPGA/UFLA) and the Department of Administration and Economics (DAE/UFLA), involving faculty members and graduate students in the academic developments led by the Research Group on Industrial Economics and International Business (GEINI/UFLA).

b.3) National Extension Policy Thematic Areas: The work aligns with the thematic areas of Technology and Production and Work, as it develops an analytical framework for organizational performance assessment and enhances transparency within regulated environments, directly affecting executive-level managerial practices.

c) Alignment with Sustainable Development Goals (SDGs - 2030 Agenda) This study is strictly aligned with three targets of the UN 2030 Agenda:

I) SDG 8 (Decent work and economic growth): By mapping managerial choices and identifying the detrimental effects of accrual-based earnings management, the research strengthens the economic integrity of firms, fostering long-term financial stability in the domestic capital market.

II) SDG 9 (Industry, innovation and infrastructure): The development of an original structural equation model functions as an instrumental technological innovation for the corporate sector, improving the analytical data infrastructure for emerging financial markets.

III) SDG 16 (Peace, justice and strong institutions): The study provides frameworks to mitigate information asymmetry and curb opportunistic behaviors by corporate managers. Thus, it promotes the consolidation of more transparent, accountable, effective, and auditable corporate institutions, protecting stakeholder rights.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo teórico da tese	35
Figura 2 – Fluxograma metodológico base para caracterização da pesquisa.....	37
Figura 3 – Exemplo do modelo de mensuração (externo em cinza) e do modelo estrutural (interno em preto)	42
Figura 4 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais com todas as variáveis dos constructos	57
Figura 5 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> com todas as variáveis dos constructos	58
Figura 6 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais ajustado.	59
Figura 7 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> ajustado.....	59

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Base de dados utilizados na pesquisa.....	40
Quadro 2 – Os testes e parâmetros de verificação do modelo	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	46
Tabela 2 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por atividades reais	47
Tabela 3 – Os constructos e os indicadores de desempenho econômico-financeiro	49
Tabela 4 – Os constructos e os indicadores de tamanho da empresa.....	51
Tabela 5 – Os constructos e os indicadores de valor de mercado.....	51
Tabela 6 – Validade discriminante e estatística descritiva por atividades reais.	54
Tabela 7 – Validade discriminante e estatística descritiva por <i>accruals</i>	54
Tabela 8 – Resultados sintetizados para o modelo de mediação reflexiva ajustado na pesquisa por atividades reais	56
Tabela 9 – Resultados sintetizados para o modelo de mediação reflexiva ajustado na pesquisa por <i>accruals</i>	56
Tabela 10 – Síntese das hipóteses de pesquisa e seus resultados por atividades reais.	61
Tabela 11 – Síntese das hipóteses de pesquisa e seus resultados por <i>accruals</i>	63

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	Contextualização do tema.....	17
1.2	Problema de pesquisa.....	20
1.3	Objetivos geral e específicos	21
1.3.1	Geral	21
1.3.2	Específicos	21
1.4	Justificativas da Pesquisa.....	21
1.5	Estrutura da Tese.....	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1	Teoria da Agência.....	25
2.2	Gerenciamento de resultados contábeis	28
2.3	Hipóteses da pesquisa	32
3	METODOLOGIA	37
3.1	Tipo de pesquisa	37
3.2	Objeto de estudo e amostragem	39
3.3	Procedimentos e técnicas de coleta de dados.....	40
3.4	Modelagem de Equações Estruturais - SEM	41
3.5	As temáticas em estudo e suas variáveis.....	45
4	RESULTADOS E DISCUSSÕES	53
4.1	Discutindo o gerenciamento de resultados por atividades reais e por <i>accruals</i>	53
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	65
	REFERÊNCIAS.....	67

1 INTRODUÇÃO

Nesta seção introdutória apresenta-se a contextualização sobre a temática, o problema de pesquisa e o objetivo geral, bem como os objetivos específicos que direcionam todos os esforços da presente tese. Ademais, nesta seção apresenta-se as justificativas para a execução do estudo, mostrando suas possíveis contribuições teóricas e empíricas. Por fim, a estrutura da tese de doutorado é discutida.

1.1 Contextualização do tema

As empresas estão inseridas em um ambiente corporativo em intenso e constante desenvolvimento, influenciando os investimentos e refletindo em cenários econômico-financeiros intensamente competitivos, com investidores cada vez mais exigentes em resultados e desempenho satisfatório. Este mundo dos negócios tem exigido respostas rápidas do meio corporativo, tornando a qualidade da informação contábil essencial para acionistas, clientes, competidores, investidores e reguladores à medida em que promove a eficiência na tomada de decisão.

A informação contábil deve refletir de maneira fidedigna a situação da organização, espelhando com exatidão os eventos econômicos da entidade para tomada de decisões (PAULO; MARTINS, 2007), pois a contabilidade é a principal fonte de informações para a tomada de decisão. Entretanto, deve-se levar em conta a assimetria de informação para a tomada de decisão. Nesse sentido, surge o novo mercado (da B3) agrupando as empresas com as melhores práticas de transparência, desempenho econômico-financeiro e proteção aos *stakeholders*.

Neste estágio de intenso desenvolvimento do novo mercado (da B3), a ciência vem promovendo grandes debates no campo das finanças corporativas, no gerenciamento de resultados, no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado, bem como na separação entre propriedade e controle das empresas. A moderação destes efeitos ocorre por meio do alinhamento de interesses entre o principal (proprietário/investidor) e o agente (gerente/administrador), por meio do monitoramento das decisões e atitudes, do aumento da transparência no processo de gestão, na redução da assimetria de informação, no viés informacional, no tratamento justo com os acionistas, na redução dos custos de agência, na

redução do gerenciamento de resultados, entre outros (LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007).

Percebe-se que a pulverização da propriedade ampliou o poder dos agentes aumentando a chance de estes agirem em benefício próprio e não no interesse do principal (SAITO; SILVEIRA, 2008), gerando custos de agência (WILSON, 1968; ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977). Neste contexto, possibilitou a ocorrência da assimetria de informação, e ou de um viés informacional, no qual os agentes (gerentes) possuem mais informação sobre a firma do que o principal (proprietário) (HARRIS; RAVIV, 1991; ROSS, 1977). Desta forma, estes possíveis custos podem ser aumentados se a estrutura de propriedade for mais pulverizada (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; JENSEN; MECKLING, 1976), dificultando o alinhamento do comportamento do agente com o objetivo de maximização de valor da firma para o principal.

Entre os principais problemas, Berle e Means (1932) salientam que a pulverização da estrutura de propriedade aumentaria o poder dos agentes, que posteriormente, poderiam agir, em certas contingências, de acordo com o próprio interesse e não com o dos principais (os acionistas). Nesta perspectiva, Demsetz e Vilallonga (2001), enfatizam que o trabalho de Berle e Means (1932) sugere que deve ser observada uma relação inversa entre a dispersão da estrutura de propriedade e o desempenho das firmas. Nesse sentido, é possível dizer que a composição acionária influencia no desempenho e no valor das companhias.

Este possível conflito entre principais e agentes, bem como suas consequências para o desempenho das firmas são explicados pela teoria da agência. O chamado problema de agência ocorre quando as partes cooperantes têm objetivos e divisão de trabalho diferentes (JENSEN; MECKLING, 1976; ROSS, 1973). Tanto o principal quanto o agente têm preferências de risco opostas e seu problema de compartilhamento de risco cria o conflito de agência, amplamente coberto pela teoria da agência.

Inicialmente esses problemas de agência foram notados em firmas com estrutura de propriedade mais pulverizada. Entretanto, Okimura, Silveira e Rocha (2007), destacam que estudos recentes têm mostrado evidências de que a estrutura de propriedade dispersa observada por Berle e Means (1932), na realidade são mais raras (exceto nos Estados Unidos e Reino Unido). Entretanto, a concentração da propriedade tem se mostrado mais acentuada em economias emergentes (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Sendo assim, é importante considerar que a separação entre propriedade e controle não pode ser compreendida de forma isolada, pois, envolve diversos relacionamentos entre variáveis chaves de finanças corporativas,

como o desempenho econômico-financeiro, o valor de mercado e o gerenciamento de resultados.

Nas grandes firmas com a estrutura de propriedade pulverizada, o controle está em posse dos agentes e não dos principais, portanto existe uma resistência desses agentes com a maximização do valor dessas firmas para os principais. Nesse sentido, Jensen e Meckling (1976) afirmam que, se tanto agente e principal atuam buscando maximizar seus benefícios pessoais, é muito possível que o agente não agirá a favor do interesse do principal. Desta forma, na relação entre o agente e o principal, o proprietário busca por meio de incentivos contratuais apropriados, na tentativa de minimizar as divergências entre as preferências dos agentes.

Analisando os estudos de Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), percebe-se que existe um maior alinhamento dos interesses do agente e do principal, na medida em que os agentes possuem um volume maior de ações da firma. Entretanto, Morck, Shleifer e Vishny (1988) destacam que quanto maior a posse de ações da firma em poder do agente, maior o nível de entrincheiramento por parte dos agentes, impactando negativamente no valor da firma. Nesse sentido, o valor de mercado da firma pode ser impactado pelas decisões dos agentes em função dos seus interesses pessoais, que podem ser divergentes em relação ao interesse do principal, caracterizando a prática de gerenciamento de resultados.

Com isso, o monitoramento dessa prática torna-se cada vez mais complexa para os principais não controladores, incidindo cada vez mais em custos de agência na tentativa de alinhar os interesses. Neste contexto, passa a existir um sistema de governança corporativa na tentativa de fornecer uma opção eficiente para resolver o conflito de agência, gerado pela separação da propriedade e controle das firmas. Desta forma, a Teoria da Agência tem buscado compreender essas indagações (JENSEN; MECKLING, 1976).

No gerenciamento de resultados, Barth, Landsman e Lang (2008) e Moura et al. (2016) perceberam que quanto melhor a qualidade das informações contábeis das firmas, menor é o gerenciamento de resultados. Pesquisas realizadas em países menos desenvolvidos, nos quais o ambiente de informações e a transparência são mais ineficientes, apresentaram níveis mais altos de gerenciamento de resultados em empresas familiares (CHI et al., 215; RAZZAQUE; ALI; MATHER, 2016; BATAINEH; ABUADDOUS; ALABOOD, 2018).

Diante do exposto vale destacar que Rajan (2012) e Saito e Silveira (2008), salientam que no decorrer do século XX a área das finanças corporativas desenvolveu vários estudos que expandiram o entendimento sobre as firmas, respondendo a várias questões. Entretanto, Nascimento et al. (2018) salientam que existe uma lacuna pouco explorada dentro do campo de finanças, que são as complexas relações entre as principais variáveis, com seus efeitos diretos,

indiretos e totais. Corroborando, Nisiyama e Nakamura (2014) elucidam que ainda existem muitas lacunas que necessitam de explicações tanto teóricas que sustentam os modelos, quanto na própria questão da modelagem estatística utilizada.

Cabe destacar que, uma contribuição relevante, é a utilização da Modelagem de Equações Estruturais (*Structural Equation Modeling - SEM*); como explicam Chang, Lee e Lee (2009), os *softwares* de modelagem de equações estruturais (exemplo, AMOS, EQS, LISREL, SmartPLS etc.) difundiram a aplicação de modelos em áreas como *marketing*, sociologia e psicologia, mas não em finanças. Entretanto, existe dois estudos pioneiros da aplicação de modelagem de equações estruturais no campo de finanças que são o de Titman e Wessels (1988) que aplicaram a técnica no estudo dos determinantes da estrutura de capital e Maddala e Nimalendran (1995), que examinaram o efeito dos anúncios de lucros sobre o volume de negócios de ações e os *spreads* de compra e venda. Nesse sentido, percebe-se um avanço na contribuição metodológica, ao utilizar a Modelagem de Equações Estruturais para o entendimento dos efeitos gerados pelo gerenciamento de resultados.

Seguindo o estudo seminal de Titman e Wessels (1988) alguns pesquisadores continuaram a explorar o uso da modelagem de equações estruturais no campo de finanças. Dentre esses pesquisadores, Hu, Tam e Tan (2010) fornecem uma análise dos impactos independentes e interdependentes dos mecanismos internos de governança sobre o desempenho da firma. Zhang et al. (2016) compararam as relações entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo. Hapsoro e Fadhilla (2017) encontraram indícios de que a governança corporativa reduz a assimetria de informação entre a administração e os investidores.

1.2 Problema de pesquisa

Com base no exposto, considerando-se que o comportamento oportunista dos gestores por meio do gerenciamento de resultados e suas expectativas em atingir determinados objetivos influenciam as tomadas de decisões econômico-financeiras dentro das organizações, a presente pesquisa tem por finalidade responder à seguinte questão: **qual o efeito do gerenciamento de resultados por atividades reais e *accruals* no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?**

1.3 Objetivos geral e específicos

Visando atender à questão de pesquisa tem-se os objetivos geral e específicos.

1.3.1 Geral

A pesquisa tem como objetivo geral analisar o efeito do gerenciamento de resultados por atividades reais e *accruals* no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3.

1.3.2 Específicos

Para atendimento ao objetivo geral estabelece-se os seguintes objetivos específicos:

- Verificar o efeito do gerenciamento de resultados por atividades reais no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3;
- Analisar o efeito do gerenciamento de resultados por *accruals* no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3.

1.4 Justificativas da Pesquisa

A pesquisa se justifica, dentre outros fatores, pela relevância do tema para o estudo das Finanças Corporativas e pela necessidade de convergência entre as teorias utilizadas, o que propicia a oportunidade para desenvolver um modelo de análise integrado, compreendendo um número maior de teorias do que comumente são utilizadas em diversas pesquisas sobre essas temáticas.

Assume-se que a Teoria da Agência vem tentando desvendar a questão da estrutura de propriedade, sendo discutida desde as constatações de Berle e Means (1932) sobre a separação entre propriedade e gestão nas grandes firmas norte-americanas, introduzindo então a questão sobre a separação entre propriedade e controle na moderna empresa. Essa discussão foi intensificada principalmente após Jensen e Meckling (1976), sob a ótica da Teoria da Agência,

exploraram a estrutura de propriedade da corporação, incluindo como a participação patrimonial dos agentes alinha os interesses dos agentes com os dos principais.

Martins e Famá (2012) destacam que no Brasil as características da política de dividendos tornam os estudos sobre a estrutura de propriedade ainda mais intrigante e polêmica. Por sua vez, Murcia (2009) destaca que o Brasil está entre os principais países emergentes do mundo, marcado por grande inconsistência na divulgação da informação contábil, caracterizado pela baixa transparência e com uma contabilidade influenciada por diversos fatores institucionais, que podem gerar resultados inesperados ocasionalmente. Neste ponto, Barth, Landsman e Lang (2008) e Moura et al. (2016) perceberam que quanto melhor a qualidade das informações contábeis das firmas, menor é o gerenciamento de resultados. Desta forma, percebe-se que quanto menor a qualidade e transparência da informação contábil, maior a incidência de gerenciamento de resultados.

A relevância da presente pesquisa é reforçada pela carência de estudos que utilizam Modelagem de Equações Estruturais no campo das Finanças. Corroborando, Chang, Lee e Lee (2009) e Almeida (2014) enfatizam que a modelagem de equação estrutural tem sido pouco usada nas pesquisas empíricas sobre Finanças, merecendo ser aprofundada, principalmente em empresas brasileiras. Tornando imprescindível o entendimento das questões sobre a temática de forma integrada, na busca de elucidar um maior entendimento acerca das lacunas teóricas e empíricas.

Independente de muitos autores evidenciarem a carência metodológica de alguns modelos e a importância de se trabalhar de maneira integrada, ao pesquisar estudos que tratam do gerenciamento de resultados, não foram encontrados estudos que integraram essas temáticas em suas análises, visando solucionar de maneira profunda e abrangente o problema do desempenho econômico-financeiro e valor de mercado da firma amplamente discutido na literatura.

Tendo em vista o diverso número de variáveis do gerenciamento de resultados, além das teorias envolvidas, tornam-se imprescindíveis as possibilidades de análise que a Modelagem de Equações Estruturais permite. Além disso, o reduzido número de estudos sobre essas temáticas aplicando esse modelo metodológico, sobretudo em firmas brasileiras, justificam a presente pesquisa. Assim, torna-se relevante aplicar a Modelagem de Equações Estruturais para pesquisar as relações teóricas de maneira integrada no contexto brasileiro.

Nesse sentido, o presente estudo apresenta grande relevância para diversos segmentos da sociedade, corroborando para elucidação acerca das decisões de investimento, de financiamento e de gestão das empresas de capital aberto brasileiras. Temática importante não só para o meio

corporativo, mas também para analistas da área de investimentos, analistas financeiros, credores, investidores, pesquisadores e demais *stakeholders*.

Na **perspectiva acadêmica**, o estudo do gerenciamento de resultados das firmas é importante para o fortalecimento da linha de pesquisa em finanças, dado à compreensão das suas habilidades estratégicas e suas relações comportamentais no mercado. Por meio dessa pesquisa, busca-se contribuir com a expansão do conhecimento acerca da análise teórica e empírica dessa temática e, sua potencial conveniência no aprimoramento das decisões corporativas no mercado de capitais brasileiro. Vale destacar que, a utilização da Modelagem de Equações Estruturais gera uma contribuição metodológica relevante para as pesquisas acadêmicas no campo das finanças ao avaliar os efeitos da mediação e os efeitos diretos e indiretos do gerenciamento de resultados sobre o desempenho.

Numa **perspectiva gerencial**, o estudo do gerenciamento de resultados das firmas é importante para o entendimento dos seus efeitos no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado das firmas. Essa pesquisa, visa contribuir para a tomada de decisões em que as implicações do gerenciamento de resultados podem ficar mais evidente para o analista financeiro e *stakeholders*. Nesse sentido, os analistas financeiros terão mais uma alternativa de análise, onde os testes da modelagem podem evidenciar no modelo estrutural, quais as variáveis que requerem maior atenção e análise dentre as decisões de investimento.

Por fim a **perspectiva social**, a presente pesquisa contribui para o entendimento das implicações do gerenciamento de resultados em suas diferentes perspectivas no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado para os cidadãos. Ela visa auxiliar a compreensão de diferentes processos relacionados ao campo das finanças corporativas e contabilidade. Pois, compreender os efeitos das decisões tomadas pelos agentes das firmas traz benefícios futuros, para o entendimento dos seus impactos no desempenho das firmas.

1.5 Estrutura da Tese

A presente tese segue a estrutura de escrita prevista no "Manual de normas e estrutura de trabalhos acadêmicos"¹ da Universidade Federal de Lavras. Sendo assim, os principais componentes do presente documento científico são:

¹ Disponível em: < <https://bibliotecauniversitaria.ufla.br/servicos-biblioteca/manual-de-normalizacao>>, acessado em 02 de junho de 2026.

A **Introdução** é composta pelas seções: Contextualização do tema; Problema de pesquisa; Objetivo geral; Objetivos específicos; Justificativas da pesquisa e esta última subsecção que é a Estrutura da tese.

O **Referencial Teórico**, envolvendo uma breve fundamentação teórica dos principais conceitos necessários ao entendimento da pesquisa, os quais possibilitaram fundamentar as proposições de pesquisa mais específica que são apresentadas nos tópicos de resultado e discussão. São tratados a Teoria da agência (2.1), o Gerenciamento de resultados contábeis (2.2) e as Hipóteses da pesquisa (2.3).

A **Metodologia**, está dividida em cinco partes: primeiramente é apresentada as considerações gerais sobre o tipo de pesquisa utilizado na tese, a segunda parte especifica-se o objeto de estudo e o tipo de amostragem. Na terceira parte demonstra-se os procedimentos e técnicas de coleta de dados, e a quarta descreve-se o método de pesquisa por modelagem de equações estruturais - SEM, e por último é apresentado as temáticas e estudo e suas variáveis.

Na sequência é apresentado os **Resultados e Discussões**. Por fim, apresenta-se as **Considerações Finais** culminando em uma síntese do que se conseguiu avançar com o estudo, na sequência todas as **Referências Bibliográficas**, citadas no contexto deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico, apresenta-se de forma breve as principais temáticas teoria da agência e gerenciamento de resultados contábeis que estão em foco na presente discussão. Além disso, são desenvolvidas as hipóteses da pesquisa, fundamentais para se testar os efeitos do gerenciamento de resultados.

2.1 Teoria da agência

A teoria da agência é considerada uma das teorias mais antigas da literatura econômica (DAILY; DALTON; RAJAGOPALAN, 2003; WASSERMAN, 2006). A teoria da agência é direcionada à relação de agência onipresente, na qual uma parte (o principal) delega o trabalho a outra (o agente), que executa esse trabalho. A teoria da agência tenta descrever essa relação usando a metáfora de um contrato (JENSEN; MECKLING, 1976). Para os autores, a firma é uma ficção legal (uma abstração, uma invenção que só tem existência no âmbito das ideias, porém não têm existência social) que serve como um *nexu* para relações contratuais entre os indivíduos.

Berle e Means (1932) descobriram que a moderna corporação dos EUA estava tendo propriedade dispersa, e isso leva à separação da propriedade do controle. Em uma sociedade por ações, a propriedade é detida por indivíduos ou grupos na forma de ações e esses acionistas (principais) delegam a autoridade aos gerentes (agentes) para administrar o negócio em seu nome (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976), entretanto a questão principal é se esses gerentes estão atuando para os principais ou para os agentes.

Adam Smith (1937 [1776]) foi talvez o primeiro autor a suspeitar da presença do problema de agência e, desde então, tem sido um fator motivador para os economistas cultivarem os aspectos da teoria da agência. O autor previu que se uma organização for administrada por uma pessoa ou grupo de pessoas que não são os verdadeiros proprietários, então há uma chance de que eles não trabalhem para o benefício dos proprietários.

Posteriormente, Berle e Means (1932) fomentaram essa preocupação, onde analisaram a estrutura de propriedade das grandes firmas dos EUA, descobrindo que eram os agentes indicados pelos proprietários que controlavam as grandes firmas e conduziam as operações comerciais. Nessa perspectiva, os agentes podem usar a propriedade da empresa para seus próprios fins, o que criará o conflito entre os principais e os agentes (BERLE; MEANS, 1932).

A literatura financeira da década de 1960 e o início de 1970 descreveu o problema da agência nas firmas por meio do problema de compartilhamento de risco entre indivíduos ou grupos (as partes cooperantes envolvidas nas firmas) (WILSON, 1968; ARROW, 1971). Na firma existem indivíduos ou grupos com diferentes tolerâncias ao risco e, portanto, suas ações são diferentes. A teoria da agência ampliou essa literatura de compartilhamento de risco para incluir o chamado problema de agência que ocorre quando as partes cooperantes têm objetivos e divisão de trabalho diferentes (JENSEN; MECKLING, 1976; ROSS, 1973). Tanto o principal quanto o agente têm preferências de risco opostas e o problema de compartilhamento de risco cria o conflito de agência, amplamente coberto pela teoria da agência.

Ross (1973) considerou o problema de agência como o problema dos incentivos, enquanto Mitnick (1975) considerou que o problema ocorre devido à estrutura institucional. Nos estudos de Ross (1973) e Mitnick (1975), percebe-se que a ideia central por trás de suas teorias é semilar, porém acabaram chegando a duas perspectivas distintas da teoria da agência. Ross (1973) identificou o problema do agente principal como consequência da decisão de compensação e opinou que o problema não se limita apenas à empresa, mas também prevalece na sociedade. A abordagem institucional de Mitnick (1975) contribuiu para o desenvolvimento da lógica da teoria da agência central, propagando que as instituições são construídas em torno da agência e crescem para se reconciliar com a agência.

Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976) definiram uma firma como um "conjunto de contratos entre os fatores de produção". As firmas são as ficções jurídicas (um conceito criado pela doutrina do Direito para explicar situações que aparentemente são contrárias à própria lei, porém que precisam de soluções lógicas, satisfazendo os interesses da sociedade), onde existem algumas relações contratuais entre as pessoas envolvidas na empresa (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976). A relação de agência também é uma espécie de contrato entre o principal e o agente, em que ambas as partes trabalham por interesse próprio que leva ao conflito de agência (PANDA; LEEPSA, 2017). Nesse sentido, os diretores exercem diversas atividades de monitoramento para coibir as ações dos agentes no controle do custo de agência. Para Panda e Leepsa (2017) o contrato agente - principal, a estrutura de incentivos, o mercado de trabalho e a assimetria de informação desempenham um papel crucial.

Jensen e Meckling (1976) retratam a empresa como uma caixa preta, que opera para maximizar seu valor e lucratividade. A maximização da riqueza pode ser alcançada por meio de uma coordenação adequada e do trabalho em equipe entre as partes envolvidas na empresa (PANDA; LEEPSA, 2017). Entretanto, dois pontos são fundamentais dentro dessa teoria: o

primeiro é o risco moral que considera a possibilidade de o agente utilizar de informações privilegiadas para benefício próprio, em detrimento dos interesses do principal; o segundo é a seleção adversa, que decorre da informação assimétrica entre o agente e o principal. De maneira análoga, Fama (1980) preconiza que as firmas podem ser disciplinadas pela competição dos demais jogadores, que monitora o desempenho de toda a equipe e dos indivíduos.

Fama e Jensen (1983) fizeram um estudo sobre o processo decisório e os reclamantes residuais. Os autores segregaram o processo de decisão da empresa em duas categorias: a primeira é a gestão de decisão; a segunda o controle de decisão. Nessas categorias os agentes são os principais participantes do processo. Em firmas mais estruturadas ambas as categorias existem, ao passo que nas firmas menos estruturadas a gestão de decisão e o controle de decisão são os mesmos. Nessas firmas mais estruturadas, o problema de agência surge no processo de decisão gerencial porque os tomadores de decisão que iniciam e implementam as decisões da empresa não são os verdadeiros portadores dos efeitos de riqueza de suas escolhas. Fama e Jensen (1983) inferiram ainda que esses problemas de agência devem ser controlados para a sobrevivência da empresa.

Grossman e Hart (1983) fizeram descobertas relevantes sobre a divergência de preferência de risco entre o principal e os agentes. Os autores explicaram que o consumo do principal é afetado pela produção do agente. Nesse sentido, o nível de esforço do agente afeta a produção das empresas, em que os principais desejam um maior nível de esforço dos agentes. Para os autores, o principal deve compensar o comportamento do agente com uma estrutura de pagamento adequada, para a qual eles usaram um modelo algorítmico para descobrir uma estrutura de incentivos ideal. Grossman e Hart (1983) enfatizam ainda que a estrutura de incentivos é afetada pela atitude dos agentes em relação ao risco e à qualidade da informação possuída pelos diretores, e que nenhum problema de incentivo surge se o agente for neutro ao risco.

Eisenhardt (1989) categoriza a teoria da agência em dois modelos: o primeiro modelo é agência positivista; o segundo é o agente principal. Ambos os modelos são baseados na relação contratual entre o agente e o principal, entretanto o modelo agente principal é mais matemático. O modelo agente principal explica que os principais são neutros ao risco e buscam lucro, enquanto os agentes são avessos ao risco e buscam apenas uma troca monetária pelos serviços prestados. Para que tudo ocorra dentro do esperado, o contrato firmado entre o principal e o agente precisa ser alinhado para que o gestor contratado direcione suas decisões a favor dos interesses dos acionistas (BERLE; MEANS, 1987).

A teoria da agência positivista explica as causas do problema de agência e o custo envolvido nessa relação (EISENHARDT, 1989). Esta teoria possui duas vertentes: a primeira explica que, se o resultado do contrato for baseado em incentivos, os agentes atuam a favor do principal. Já a segunda evidencia que, se o principal tiver informações sobre os agentes, a ação dos agentes será disciplinada. Entretanto, Wiseman e Gomez-Mejia (1998) propõe uma teoria de agência diferente do modelo positivista, chamando de o modelo de agência comportamental. Tal modelo, de agência comportamental, leva em conta a motivação do agente, aversão ao risco, preferência de tempo e compensação equitativa.

Para Wiseman e Gomoz-Mejia (1998) o modelo de agência comportamental é essencialmente diferente do modelo de agência positivista. Pois o modelo de agência comportamental avalia a relação entre o custo de agência e o desempenho do agente, pressupõe o agente como tomador de risco racional e enfatiza a uma relação entre o desempenho e a motivação do agente. Já o modelo positivista enfatiza a relação entre o principal e o agente e o custo incorrido devido a ele, considera o agente como buscador racional de recompensa e concentra no objetivo do diretor e no custo de agência.

Na relação de agência, os agentes não são essencialmente confiáveis, isto é, eles nem sempre agem a favor da maximização da riqueza do principal (ALMEIDA, 2014). Para Jensen e Meckling (1976) dentre os fatores que explicam a propensão de o indivíduo se demonstrar inclinado a agir em benefício próprio, são citados a natureza do ser humano, bem com seu comportamento engenhoso e maximizador. Assim se o agente e o principal forem maximizadores de conveniência, pode-se inferir que nem sempre o agente agirá em conformidade com os interesses do principal.

2.2 Gerenciamento de resultados contábeis

A temática de gerenciamento de resultados vem sendo discutida desde 1950, quando começaram as primeiras pesquisas sobre a interferência dos agentes nos resultados das firmas. Hepworth (1953) é talvez o primeiro autor a suspeitar da presença do problema de gerenciamento de resultados e, desde então, tem sido um aspecto motivador para os estudiosos em finanças corporativas cultivarem os aspectos do gerenciamento de resultados. O autor previu que o fator motivador da manipulação contábil consiste em suavizar o resultado da firma quanto à incidência de tributação sobre o lucro. Os primeiros trabalhos observaram a manipulação

contábil sob a ótica de estabilizar os lucros a partir da redução de suas variações ao longo do tempo, prática denominada na literatura como *income smoothing*.

Hepworth (1953) expôs as técnicas contábeis utilizadas com o objetivo de suavizar os resultados, porém sem fundamentar-se em observações empíricas. Gordon (1964), propôs ancorado na ideia de Hepworth (1953), critérios a serem observados na escolha entre os princípios contábeis alternativos, discutir os méritos desses critérios e formular proposta para indicar como os agentes (gerentes) deveriam usar tais critérios. O autor percebeu que os agentes buscavam adotar os princípios contábeis que possibilitavam a maximização da riqueza da firma.

Copeland (1968) observou que, até aquele momento, alguns estudiosos haviam apenas sugerido que os gestores poderiam fazer uso de alternativas contábeis para “manipular os resultados”. Essa técnica foi definida por Copeland (1968) como a habilidade que os agentes possuem para aumentar ou reduzir, à vontade, os resultados divulgados. White (1970) encontrou evidências de que as firmas que apresentam desempenho volátil, adotaram técnicas para estabilizar o resultado nos períodos em que os lucros declinaram. Ronen e Sadan (1975) estudaram o *income smoothing* e relataram que os resultados encontrados apresentaram forte sustentação para a hipótese de *income smoothing* proposta por Hepworth (1953).

Corroborando, Barnea, Ronen e Sadan (1976), identificaram que as receitas e despesas extraordinárias eram utilizadas pelas firmas para suavizar os resultados ordinários em diferentes períodos, o que confirmou a hipótese de *income smoothing*. Healy (1985) e DeAngelo (1986) evidenciaram que a manipulação contábil só é possível, porque os princípios contábeis permitem que os agentes escolham as técnicas a serem adotadas. Schipper (1989, p. 92) considerou que o gerenciamento de resultados consistia em “uma intervenção proposital no processo de relato financeiro externo, com a intenção de obter algum ganho privado”.

A discricionariedade delegada à administração para escolher os métodos contábeis aplicados às operações que serão reportadas nas demonstrações financeiras é um ponto-chave para a compreensão do gerenciamento de resultados (CUPERTINO; MARTINEZ, 2015). Os gestores têm o poder de escolher entre métodos alternativos e igualmente válidos de registro de determinadas transações financeiras (CUPERTINO; MARTINEZ, 2015).

Martinez e Cardoso (2009, p. 2) classificou o gerenciamento de resultados como: [...] “práticas contábeis escolhidas e atividades reais realizadas com o objetivo de elaborar relatórios e divulgar números contábeis diferentes daqueles que teriam sido elaborados e divulgados sem a adoção de tais práticas e/ou a tomada de tais decisões”. A intervenção nos números contabilísticos divulgados é um procedimento crítico dado que as demonstrações financeiras

resumem informação relevante sobre o desempenho de uma entidade (CUPERTINO; MARTINEZ, 2015).

As técnicas de gerenciamento de resultados podem ser divididas em duas categorias: gerenciamento baseado em *accruals* e gerenciamento por atividades reais (GUNNY, 2010). Estas duas categorias têm certas diferenças fundamentais, incluindo o seu impacto nos fluxos de caixa operacionais. Dado que os lucros podem ser divididos em dois elementos – fluxo de caixa e *accruals* – os gestores têm à sua disposição ambas as rotas para a gestão (JOOSTEN, 2012). As decisões operacionais impactam no fluxo de caixa de uma organização, enquanto os *accruals* não necessariamente possuem essa relação.

Outra diferença entre esses tipos de gerenciamento de resultados é o momento em que são utilizados. As decisões operacionais (atividades reais) são tomadas ao longo do período, dependendo da percepção dos gestores sobre a forma como as atividades relacionadas com os negócios da entidade se desenvolverão ao longo do ciclo operacional. Por sua vez, a manipulação baseada em *accruals* é realizada principalmente no intervalo entre o final de um exercício financeiro e a publicação das demonstrações financeiras.

A maior parte das pesquisas acadêmicas ainda está focada na manipulação por *accruals*, e as pesquisas sobre a utilização de atividades reais como meio de gerenciamento de resultados (GE, 2010). O fenômeno do emprego do gerenciamento de atividades reais (GAR) como ferramenta de manipulação só foi compreendido a cerca de uma década e meia. Um estudo publicado por Roychowdhury (2006) foi um marco na pesquisa sobre GAR, pois documentou evidências de manipulação de atividades operacionais por meio de vendas, despesas discricionárias e custos de produção nos mercados de capitais norte-americanos.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) recomendaram que a pesquisa sobre manipulação de resultados deveria ser estendida para investigar decisões sobre as atividades reais de negócios das organizações, uma vez que a prática goza de popularidade entre os gestores. Salientam também que o GAR tem o potencial de ter consequências negativas para a rentabilidade das organizações. Portanto, enquanto as atividades reais são uma forma *ex ante* de gerenciamento de resultados, os *accruals* são considerados um método de manipulação *ex post*.

Entretanto, para as firmas que operam em mercados emergentes, há menos separação entre a propriedade e a administração do que para empresas que operam nos mercados desenvolvidos como nos EUA e no Reino Unido (CHEN; YU, 2012; FILATOTCHEV et al., 2013). Mesmo firmas de mercados emergentes que são listadas publicamente geralmente têm uma estrutura de propriedade altamente concentrada, com os principais gerentes sendo, ou

representando diretamente, acionistas controladores (DING; ZHANG; ZHANG, 2007). Fato este que reforça a necessidade de se repensar as abordagens teóricas tradicionais da pesquisa em gerenciamento de resultados, até então concentradas em conflitos entre proprietários e gerentes (GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2009).

Na perspectiva do *Stakeholder*, se o preço das ações for racional, os investidores incorporam as informações divulgadas nos preços de mercado dos ativos. Contudo, nem sempre esse é o caso e a situação torna-se cada vez mais crítica quanto mais fraca for a eficiência do mercado. Assim, a eficiência está relacionada à reação do mercado às informações sobre os ativos. Se o mercado identificar e corrigir as expectativas sobre os fluxos de caixa futuros de uma entidade após um certo atraso, então o preço das ações torna-se dissociado, ainda que apenas temporariamente, da realidade financeira e econômica subjacente ao ativo (BERGSTRESSER, 2006; BHOJRAJ, 2009; SLOAN, 1996; XIE, 2001).

Nesta perspectiva, quando as firmas enfrentam dificuldades financeiras, uma divergência de interesses entre acionistas e administradores pode levar a decisões de gerenciamento de resultados, já que os objetivos dos administradores e de seus *stakeholders* não estão necessariamente alinhados (ALVES, 2012). Nesse sentido, existe uma variedade de fatores que podem restringir o gerenciamento por atividades reais e por *accruals* entre firmas em dificuldades. Alguns estudos indicaram que certos fatores de governança corporativa, como estruturas de propriedade, têm um impacto importante no comportamento contábil corporativo, incluindo o gerenciamento de resultados (ALI; SALLEH; HASSAN, 2008; ALVES, 2012). Em contrapartida, pesquisas têm buscado verificar a influência da estrutura de propriedade na criação de valor e no desempenho das empresas (HIGGINS, 2013; ZHU; et al., 2015; VASILESCU; MILLO, 2016; LOUIS; SUN, 2016).

Chi et al. (2015), Razzaque, Ali e Mather (2016) e Bataineh, Abuaddous e Alabood (2018) evidenciaram em seus estudos empíricos que as práticas de governança corporativa são mais carentes em firmas familiares comparadas a firmas não familiares. Esses estudos abrangeram firmas de países em desenvolvimento, onde a qualidade da informação e transparência se apresenta mais debilitada.

Corroborando, Razzaque, Ali e Mather (2016), ao analisarem a relação entre propriedade familiar e gerenciamento de resultados em Bangladesh, descobriram que as firmas familiares utilizam mais as técnicas de gerenciamento de resultados comparadas as firmas não familiares. Os autores evidenciaram que isso está atrelado a um sistema de proteção ao investidor dentro daquele país ineficiente. Bataineh, Abuaddous e Alabood (2018) analisaram o efeito da propriedade familiar sobre o gerenciamento de resultados nas firmas do setor

industrial da Jordânia. Os resultados apontaram que as firmas de controle familiar têm uma propensão maior em gerenciar seus resultados, motivadas pelos desafios econômicos enfrentados no país e pela manutenção do controle familiar da firma.

O gerenciamento de resultados por *accruals*, ocorre quando o agente (gerente) manipula as vendas, reduz as despesas discricionárias, aumenta os níveis de produção, entre outros. No Brasil, Cupertino (2010) constatou que há distorções nas previsões subjetivas do mercado em relação à persistência dos componentes dos lucros – *accruals* e fluxo de caixa – quando comparados com estimativas baseadas em expectativas. Em geral, esta ineficiência na identificação e incorporação da informação que é divulgada gera efeitos potencialmente adversos, incluindo incentivo à prática de gestão de resultados e existência de anomalias financeiras/oportunidades de ganhos anormais.

Portanto, estudar a influência do gerenciamento de resultados no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3 torna-se relevante para compreender e distinguir as firmas quanto aos níveis de gerenciamento. Soma-se a que o gerenciamento de resultados, pode influenciar as mudanças no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado das firmas. Esta pesquisa pressupõe que as firmas com melhores práticas contábeis têm níveis menores de gerenciamento de resultados, e consequentemente maior desempenho econômico-financeiro e maior valor de mercado.

2.3 Hipóteses da pesquisa

A literatura acadêmica contém um conjunto robusto de evidências relativas a empresas que manipulam os seus lucros para atingir metas de resultados (XU, 2008). A maioria dos estudos relaciona o gerenciamento de resultados com *accruals* discricionários (GE, 2010), ignorando outras formas de manipulação. Entretanto, Gunny (2005) constatou que os investidores não conseguem reconhecer as atividades reais de gestão nas demonstrações financeiras, uma vez que não incorporam as consequências dessa manipulação no preço das ações.

Quando a manipulação por meio de *accruals* envolve alto nível de risco (detecção por procedimentos de controle e auditoria, por exemplo), as empresas recorrem a outros meios para atingir o nível de lucro desejado. Segundo Gunny (2005), esses métodos alternativos se enquadram em um de dois tipos: gerenciamentos de resultados por escolhas contábeis e manipulação por meio de atividades reais. O foco desta tese está nestas categorias e a sua

existência baseia-se no pressuposto de que as empresas estão dispostas a sacrificar o desempenho futuro para obter benefícios de curto prazo. Martinez e Cardoso (2009) encontraram evidências de que esta prática ocorre no Brasil em uma amostra de dados de 315 empresas não financeiras para o período de 1998 a 2004. Espera-se que a presente pesquisa contribua para corroborar as evidências da utilização do gerenciamento de resultados em empresas de capital aberto do Brasil e, para tanto, é apresentada à primeira hipótese da pesquisa:

H1: as empresas com ações negociadas na B3 utilizam o gerenciamento de resultados como estratégia de manipulação de seus resultados visando impactar o desempenho econômico-financeiro.

Healy e Wahlen (1999) afirmam que os investidores possuem mecanismos para identificar a prática de manipulação de resultados e não são “míopes” nas suas previsões sobre o desempenho futuro das entidades. Esta premissa pressupõe que a prática do gerenciamento de resultados é detectada pelo mercado que incorpora os efeitos da manipulação em suas expectativas. Contudo, existe um conjunto de evidências que demonstra que o mercado não é capaz de reconhecer o comportamento dos componentes dos lucros ao formar as suas expectativas sobre o desempenho futuro das entidades (SLOAN, 1996; XIE, 2001; BHOJARJ, 2009). Isso leva à segunda hipótese da pesquisa:

H2: as empresas com ações negociadas na B3 utilizam o gerenciamento de resultados como estratégia de manipulação de seus resultados visando impactar o valor de mercado.

Os *accruals* ajustam o reconhecimento dos fluxos de caixa no tempo para que o lucro contábil reflita melhor o desempenho da empresa do que o fluxo de caixa (DECHOW; DICHEV, 2002). Martins (1999, p. 14) salienta que “[...] a grande diferença entre o regime de competência da contabilidade e o regime de caixa dos fluxos financeiros puros reside na mais correta alocação, naquele, dos mesmos fluxos de entrada e saída destes”. Galdi (2008) destaca que, os ajustes realizados no regime de competência podem impactar tanto as receitas quanto os custos/despesas, podendo ainda serem classificados como *accruals* tanto de receitas quanto de despesas. Dechow e Dichev (2002) detalham minuciosamente a formação dos *accruals* evidenciando a sua relação com os fluxos de caixa presentes, passados e futuros. Para Penman (2007, p. 134) as receitas e despesas de um período são:

Receitas = Recebimentos em caixa vendas (receitas) no período + Novas Vendas (receitas) a prazo – Recebimentos em caixa das vendas (receitas) de períodos anteriores – Estimativas de vendas (receitas) do período que serão recebidas – Receitas diferidas de caixa recebido antecipadamente à venda + Receita previamente diferida para o período atual.

Despesas = Despesas em caixa no período + Despesas incorridas na geração de receitas do período que ainda não foram pagas – Pagamentos em caixa para a geração de receitas futuras + Pagamentos que foram realizados no passado para gerar receitas no período atual (PENMAN, 2007, p. 134).

A definição de *accruals* pode ser entendida como a diferença entre o lucro líquido do período e o fluxo de caixa operacional do período (GALDI, 2008). Os *accruals* modificam o período de reconhecimento do evento econômico nas demonstrações contábeis. Uma receita reconhecida no período, porém esta será recebida apenas no futuro, pode haver uma diferença positiva do lucro em relação ao fluxo de caixa do período (GALDI, 2008). Quando se tratar de aquisição do ativo fixo, o reconhecimento no resultado, no decorrer da depreciação, terá impacto posterior no fluxo de caixa, propiciando um *accrual* negativo.

Martinez (2001, p. 43) evidencia três peculiaridades na prática de gerenciamento de resultados: i) para aumentar ou diminuir os lucros, ii) para reduzir a variabilidade do lucro e, iii) para reduzir os lucros correntes em prol de lucros futuros. Isso leva à terceira hipótese da pesquisa:

H3: o valor de mercado das empresas com ações negociadas na B3 é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro.

A incapacidade de identificar o gerenciamento de resultados e, consequentemente, de reconhecer seu efeito no valor de um ativo significa que os investidores reagem à manipulação de maneira relativamente uniforme (LI, 2010). Estes investidores podem então ser apanhados de surpresa quando, em períodos financeiros subsequentes, o desempenho de uma entidade se revelar diferente das suas previsões (XU, 2008; GE, 2010; LI, 2010). No caso do GAR, esta probabilidade é aumentada pelo fato de a manipulação ser realizada por meio da tomada de decisões que têm efeitos nos resultados do exercício corrente, em detrimento dos fluxos de caixa futuros.

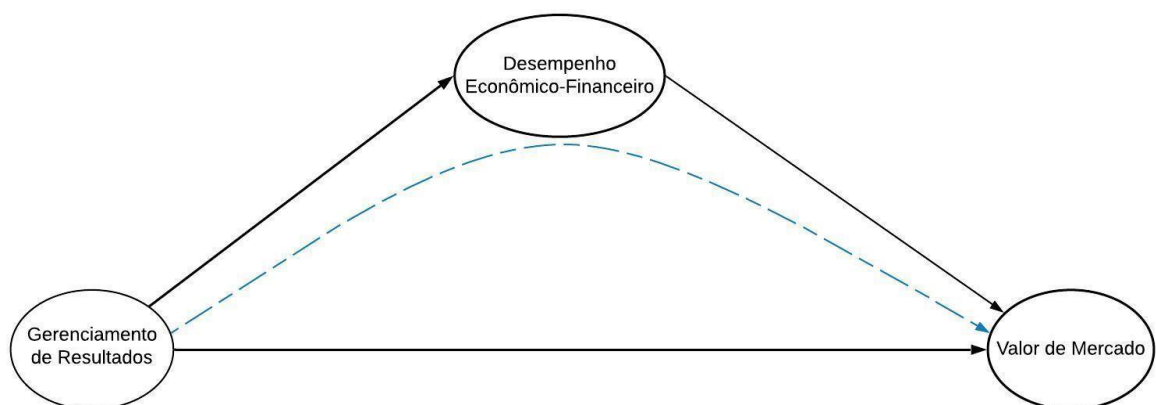
A eficiência da informação também influencia o processo de formação de expectativas. Se houver atraso ou distorção na interpretação das informações divulgadas, haverá espaço para ganhos ou perdas anormais. Em contrapartida, se houver eficiência, a prática de gestão de atividades reais será incorporada aos preços das ações e o mercado estará em equilíbrio (GUNNY, 2005), e não haverá incentivo para a gestão manipular os lucros utilizando esta estratégia.

Há um conjunto de evidências indicando que o gerenciamento de resultados ocorre no Brasil (ALMEIDA, 2006), o que sugere que o mercado brasileiro não é eficiente em detectar manipulação de resultados e ajustar suas expectativas. Isso leva à quarta hipótese da pesquisa:

H4: o valor de mercado das empresas com ações negociadas na B3 é afetado pelo gerenciamento de resultados e pelo desempenho econômico-financeiro.

Essas hipóteses de pesquisa serão analisadas na perspectiva de gerenciamento de resultados por *accruals* e gerenciamento de resultados por atividades reais. Entende-se que testar as duas modalidades de gerenciamento de resultados em uma mesma amostra, poderá fornecer indícios de qual modalidade é praticada no Brasil, ou se as duas técnicas são praticadas. Nessa perspectiva esta pesquisa apresenta na Figura 1 o modelo teórico utilizado.

Figura 1 – Modelo teórico da tese.



• A linha pontilhada é moderada pelo Desempenho Econômico-Financeiro.

Fonte: Do autor 2024.

Neste sentido, a partir da Figura 1, é possível verificar no modelo teórico como serão testadas as hipóteses desta pesquisa,

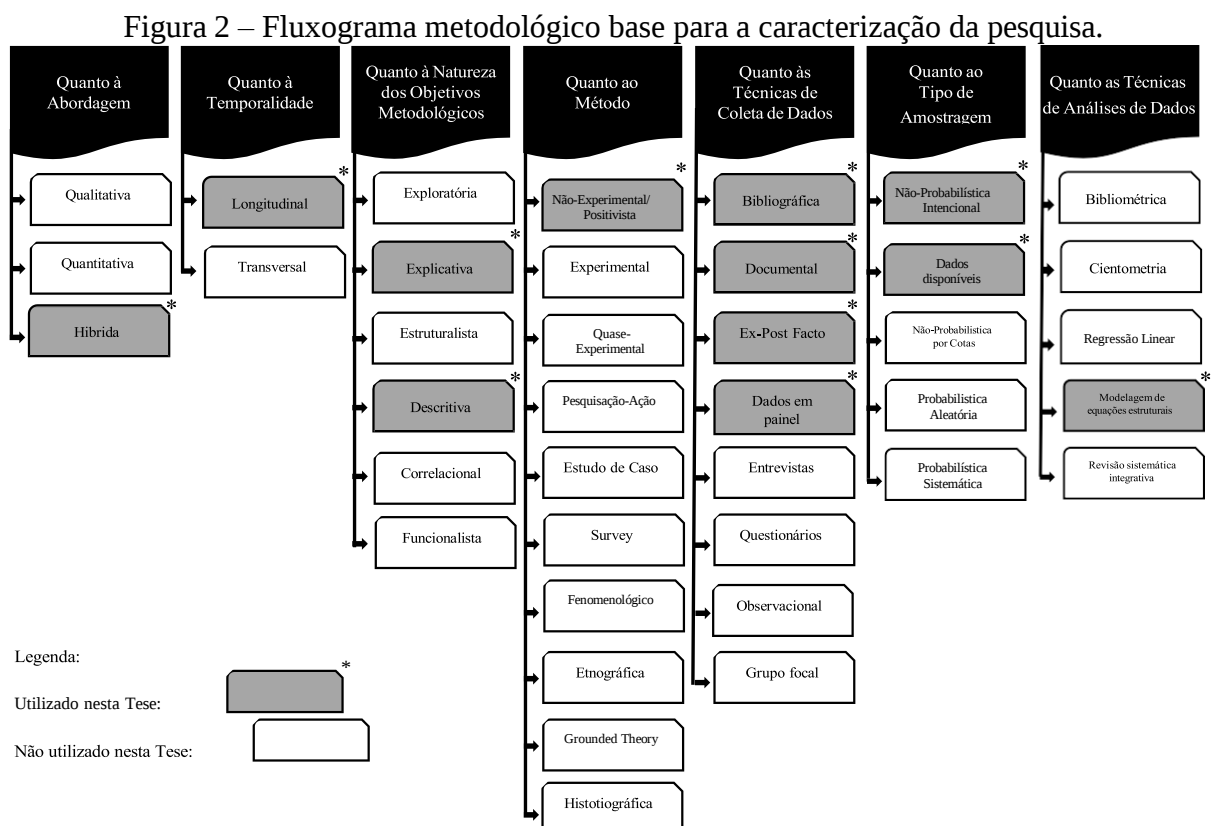
No próximo tópico é apresentada a estratégia metodológica usada para o desenvolvimento da pesquisa.

3 METODOLOGIA

Busca-se, neste tópico, apresentar os delineamentos metodológicos que foram utilizados para atingir os respectivos objetivos da pesquisa. Para facilitar a organização este tópico está dividido em cinco partes: Tipo de pesquisa que foi utilizado na tese; Objetos de estudo e amostragem; Procedimentos e coleta de dados; Métodos de análise que foram empregados.

3.1 Tipo de pesquisa

Para alcançar os resultados pretendidos com a presente Tese, é utilizado um fluxograma metodológico baseado nos estudos de Bertassi (2016) e Prado (2019) conforme é apresentado na Figura 2. Buscando assim, busca-se o entendimento geral sobre a metodologia utilizada, no intuito de atingir os objetivos propostos para essa pesquisa. Após a Figura 2, serão explicadas as características e os procedimentos metodológicos.



Fonte: Adaptado de Bertassi (2016, p. 51) e Prado (2019, p. 56).

As características metodológicas apresentadas na Figura 3 podem ser compreendidas conforme discutidas a seguir. A estratégia metodológica foi norteada pela fundamentação ontológica construtivista por corresponder a uma visão da realidade em que sujeito e objeto estão em interação para a construção, criação, organização e desenvolvimento do conhecimento (RODWELL, 2015). **Quanto à abordagem**, esta pesquisa pode ser qualificada como híbrida, ou seja, ela possui elementos quantitativos e qualitativos.

Quanto à temporalidade a presente pesquisa tem características longitudinais, pois explora as temáticas ao longo do tempo, nas revisões de literatura buscando o princípio dos estudos assim como as tendências de estudos futuros dos campos científicos, assim como as implicações do gerenciamento de resultados no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado das firmas com ações negociadas na B3, sendo avaliadas ao longo do tempo de 2021 e 2022.

Quanto à Natureza dos Objetivos Metodológicos (Quanto aos fins), este estudo pode ser classificado como predominantemente explicativa e descritiva. A pesquisa explicativa visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos, aprofundando o conhecimento da realidade porque explica a razão, o “porquê” das coisas (ANDRADE, 2009). A descritiva busca descrever as características de determinada população ou fenômeno estabelecendo as relações entre as variáveis (BARDIN, 2010).

Quanto ao Método, a presente pesquisa é classificada como não-experimental, quando se determina o objeto de estudo em seu estado natural, selecionando as variáveis que seriam capazes de explicar o fenômeno estudado, efetuando as análises sem intervenção alguma (BERTASSI, 2016).

Quanto às Técnicas de Coleta de Dados, foram utilizadas as pesquisas bibliográfica e documental referentes a dados secundários. A pesquisa bibliográfica foi elaborada a partir de material já publicado, constituído de livros, artigos de periódicos, e atualmente com material disponibilizado na internet, propiciando ao pesquisador contato com tudo o que já foi publicado sobre a temática (MARCONI; LAKATOS, 2005). Já a pesquisa documental foi realizada a partir de materiais que não receberam tratamento analítico dos dados. Caracterizando ainda como pesquisa *expost-facto* quando a “pesquisa” se realiza depois dos fatos (VERGARA, 2008).

Quanto ao Tipo de Amostragem a presente pesquisa pretendeu trabalhar com uma amostragem não-probabilística intencional para as buscas na revisão de literatura e com dados disponíveis quando considerado as firmas analisadas. A amostra é uma fração das informações disponíveis, escolhida intencionalmente pelo pesquisador, conforme um método previamente

estabelecido e que tenha representatividade (VERGARA, 2008). Nesse sentido, a amostra utilizada nesta pesquisa foi considerada como não probabilística por não utilizar de técnicas estatísticas para defini-la, usando apenas o julgamento exclusivo do pesquisador (MALHOTRA, 2006).

Quanto a técnica de análise dos dados foi utilizada a modelagem de equações estruturais. A modelagem de equações estruturais, segundo Filatotchev, Demina e Wright (2003), oferece uma visão mais aprofundada e abrangente dos fenômenos em estudo do que as técnicas tradicionais de regressão multivariada. Nesse sentido, Hair, Risher, Sarstedt e Ringle (2019) destacam ainda que, por se tratar de um conjunto de técnicas estatísticas multivariadas, permite ao pesquisador investigar de maneira simultânea as relações teóricas entre as variáveis dependentes e independentes, sendo elas contínuas ou discretas.

3.2 Objeto de estudo e amostragem

Para atingir o objetivo geral da presente Tese foi necessário realizar dois tipos de amostragem. Primeiramente, o levantamento das referências bibliográficas sobre as temáticas, que foi realizado nas bases de dados da *Web of Science* (WoS) e *Scopus*. Este levantamento da literatura ajudou a encontrar certas respostas para as principais questões levantadas nesta tese.

No segundo momento para compor a amostra, foram inicialmente consideradas todas as empresas brasileiras de capital aberto, não financeiras, listadas na B3 (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão). O presente escopo de pesquisa se justifica pelo fato das demonstrações financeiras e relatórios destas empresas estarem disponíveis para acesso aberto/público. No entanto, existiram empresas que não possuíam todas as informações necessárias disponíveis para realização dos modelos propostos, o que, inevitavelmente, acarretou em uma redução do número de empresas com amostra final de 292 empresas.

Os dados financeiros coletados foram caracterizados de corte transversal e de série de tempo, isto é, foram dados em Painel. Conforme menciona Gujarati e Porter (2011), os dados em painel proporcionam análises mais informativas, pois são formados pela combinação de séries temporais e por observações de corte transversal. Segundo os autores, além de uma maior variabilidade, os dados apresentam menos colinearidade entre variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência.

O período de análise para os dados em Painel foi de 2011 até 2022, e as séries de tempo colhidas das demonstrações financeiras foram anuais (ao todo 12 anos), possibilitando um

maior número de informações por empresa. O período escolhido apresenta algumas possíveis vantagens, tais como a eliminação dos efeitos advindos da crise de 2008, que já devem ter sido amenizados, e também pela harmonização contábil das Normas Internacionais de Contabilidade que resultaram em mudanças importantes no ambiente da Contabilidade Societária Brasileira com a edição da Lei nº 11.638/07 e da Medida Provisória nº 449/08, convertida na Lei nº 11.941/09, estarem implementadas.

3.3 Procedimentos e técnicas de coleta de dados

A coleta de dados foi realizada em dois momentos e ambos por intermédio de fontes secundárias (Quadro 1). O primeiro passo foi a pesquisa bibliográfica, que buscou levantar o estado da arte da temática tratada na Tese. Para tanto, foram consultadas duas bases de dados para a pesquisa. O intuito foi abranger considerável número de estudos relevantes para que os resultados não fossem negligenciados durante a pesquisa bibliográfica.

Na segunda parte foram utilizados diversos Sistema de Informações, visando encontrar elementos textuais e informativos que auxiliem o atendimento dos objetos em estudo, evidenciando as características da amostra e possibilitando uma melhor análise. Neste contexto, ainda foram coletadas as demonstrações contábeis das empresas de capital aberto brasileiras e não financeiras. O Quadro 1 resume as bases de dados e Sistema de Informações usados.

Quadro 1 – Bases de dados utilizados na pesquisa.

Sistema de Informações	Dados para Coleta
Economática®	• Demonstrações financeiras padronizadas • Cotações das ações • Setores e Subsetores de atividade (Classificação Economática) • Segmentos da B3
B3 (B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão)	• Setores e Subsetores das empresas • Fatos relevantes • Formulários de Referência • Formulário Cadastral

Fonte: Do autor 2024.

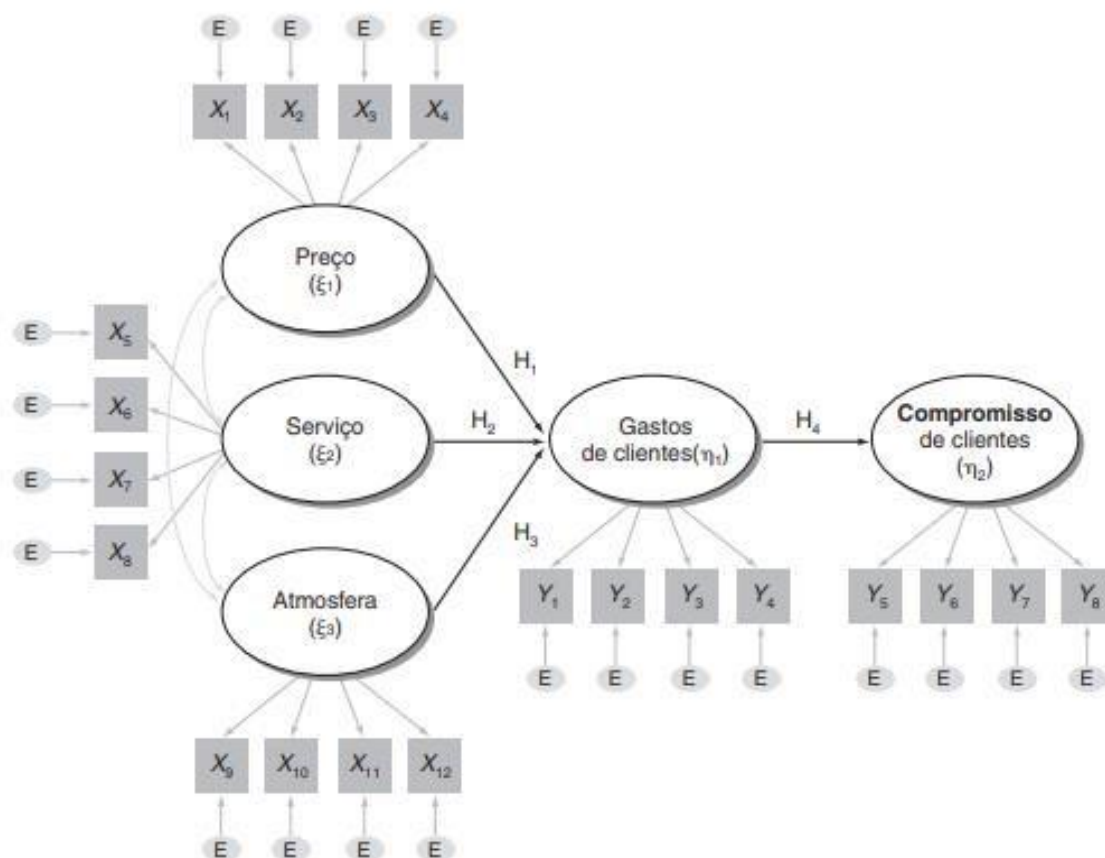
Depois de levantado o estado da arte, por meio da pesquisa bibliográfica, iniciou-se a coleta dos dados referentes às demonstrações contábeis, em que os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas para utilização nas modelagens econométricas.

3.4 Modelagem de Equações Estruturais – SEM

De acordo com Hair, Anderson, Tatham e Black (2009), Hair et al. (2013), Malhotra (2012) e Marôco (2014), a Modelagem de Equações Estruturais é uma técnica que possibilita uma modelagem abrangente, utilizada para testar a validade de modelos teóricos que determinam relações hipotéticas e causais entre constructos (variáveis latentes/conceitos não observáveis) – essa capacidade de representar conceitos não-observáveis em modelos complexos torna a Modelagem de Equações Estruturais uma ferramenta de análise multivariada de segunda geração. Hair, Risher, Sarstedt e Ringle (2019) complementam que, por se tratar de um conjunto de técnicas estatísticas multivariadas, permite ao pesquisador investigar de maneira simultânea as relações teóricas entre as variáveis dependentes e independentes, sendo elas contínuas ou discretas.

Para representar o modelo estrutural por meio da Modelagem de equação estrutural, utiliza-se como convenção o desenho de diagramas (*Path model*), ou seja, os chamados diagramas de caminhos, os quais são compostos por dois submodelos: o modelo de mensuração (externo em cinza) e o modelo estrutural (interno em preto), como o exemplo apresentado na Figura 3.

Figura 3 – Exemplo do modelo de mensuração (externo em cinza) e do modelo estrutural (interno em preto)



Fonte: Hair et al. (2009, p. 316).

Ainda no que se refere a Figura 3, Hair et al. (2009, 2013) e Wong (2013) consideram que o modelo estrutural apresenta as relações entre os próprios constructos não observáveis (representadas por círculos). Tais relações representam as hipóteses e são fundamentadas pelas teorias que estão sendo testadas. Por outro lado, segundo os autores, o modelo de mensuração apresenta as relações entre os constructos não observáveis (representadas por círculos) e as variáveis observáveis (representadas por quadrados).

Como técnica de análise de dados utilizou-se a Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais (*SEM-PLS –Structural Equation Modeling, Partial Least Squares*). Contando como pressupostos suas características para: primeiro lidar com uma amostra inferior a 10 casos por parâmetro do modelo, nesse caso seria necessário usar os métodos de *Covariance-based Structural Equation Modeling (CB-SEM)* (MARÔCO, 2014); segundo, a possibilidade de lidar com conjuntos de dados que não apresentam normalidade na amostra; e terceiro, lidar com constructos formados por menos de três variáveis observáveis, como ocorre no modelo proposto (HAIR et al., 2013). Nesse sentido, Hair et al. (2013)

complementa que a SEM-PLS para a análise dos dados, possui menos restrições que os métodos de covariâncias (CB-SEM). Contudo, apresentam o mesmo nível de confiança.

A modelagem é desenvolvida por meio do *software* SmartPLS (RINGLE; WENDE; WILL, 2005). Para Hair, Ringle e Sarstedt (2011), o SmartPLS fornece parâmetros e estimativas que visam maximizar a variância explicada (valores de R^2) dos modelos analisados. Nessa perspectiva, Chin, Marcolin e Newsted (2003) complementam que a abordagem pela SEM-PLS estima os constructos como combinações lineares perfeitas das medidas em observação, evitando assim o problema da indeterminação além de proporcionar uma definição exata dos escores dos componentes.

Hair, Ringle e Sarstedt (2011), Malhotra, (2012) e Hair et al., (2009, 2013), apontam que para execução dos procedimentos de avaliação do SEM-PLS, devem ser realizadas em duas etapas. A primeira etapa é avaliar o modelo de mensuração, que especifica como examinar a confiabilidade e a validade das medidas dos constructos em termos das variáveis observadas. Na sequência, a segunda etapa é avaliar a especificação do modelo estrutural para as relações causais entre os constructos, ou seja, verificar as capacidades de previsão do modelo e as relações entre seus constructos.

Nesse sentido, Hair, Hult, Ringle e Sarstedt (2014) apontam a importância de se verificar a existência de multicolinearidade entre os constructos, evidenciada pelo fator de inflação de variação (VIF) interno. Além disso, ressaltam, de modo a identificar a significância das relações, a simulação por Bootstrapping. A fim de verificar o poder explicativo do modelo pode-se analisar o R^2 , para se determinar o tamanho do efeito presente entre os constructos relacionados, pode-se verificar o f^2 . O Quadro 2 expressa os parâmetros delimitados por Hair et al. (2014).

Quadro 2: Os testes e parâmetros de verificação do modelo.

Teste de verificação	Parâmetro
Modelo de medição reflexivo	
Cargas externas	Aceitável se superior a 0,708
Variância Média Extraída (AVE)	Aceitável se superior a 0,5
Validade discriminante	Cargas externas: para cada variável, o maior valor deve constar no constructo delimitado pela construção teórica.
Modelo estrutural	
Colinearidade	Aceitável se VIF interno inferior a 5.
Significância da relação: Teste de p	Se p-valor inferior a 1%, 5% ou 10%.
Sinal da relação entre os constructos.	Sentido da relação: se positivo, relação positiva; se negativo, relação negativa.
Poder explicado de um constructo exógeno sobre um endógeno.	R ² . Se maior que 0,26. 0,13 e 0,02 considerado forte, moderado e fraco, respectivamente.
Tamanho do efeito	f ² : Se superior a 0,02. 0,15 e 0,35 considerado pequeno, médio e grande, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Cohen (1988), Ringle, Silva e Bido (2014), Hair et al. (2014), Bido e Silva (2019).

Quanto ao modelo de medição reflexivo, Hair et al. (2014) propõem a verificação da validade convergente por intermédio das cargas externas, que expressa a adequação do indicador quanto a seu respectivo constructo. Destacam ainda a Variância Média Extraída (AVE), que mostra a extensão em que o constructo é capaz de explicar a variação dos indicadores que o constitui. Para avaliação da validade discriminante deve-se analisar as cargas cruzadas, já que o critério de Fornell Lacker deixou de ser recomendado por Hair et al. (2019).

Hair et al. (2013) e Marôco (2014) destacam que as variáveis reflexivas são explicadas pelos constructos, elas representam os efeitos do constructo, ou seja, em razão da causalidade do constructo as variáveis são altamente correlacionadas umas com as outras. De modo contrário, as variáveis formativas explicam e compõem o constructo, não apresentam alta correlação entre si e cada uma das variáveis captura um aspecto distinto do constructo. Do exposto, vale salientar que todos os constructos que foram elaborados nesta tese foram reflexivos, o qual é indicado para estudos em Contabilidade e Finanças pela possibilidade de se identificar as causas de decisões gerenciais ou a explicação de *escores* de desempenho mensurados em trabalhos de decisões simuladas (NASCIMENTO; MACEDO, 2016).

Por fim, Buck, Filatotchev, Demina e Wright (2003) destacam que a SEM oferece uma visão mais aprofundada e abrangente do que as técnicas de regressão multivariada. Corroborando, Sahut, Mili, Tekayac e Teulon (2016) destacam que a abordagem por mínimos quadrados parciais (PLS), é adequada para modelos de equações estruturais com indicadores econômico-financeiros, pois essa abordagem não faz nenhuma suposição sobre a distribuição das variáveis. Para os autores a SEM fornece uma abordagem flexível para lidar com um grande agrupamento de dados que mostram alta correlação entre as variáveis.

3.5 As temáticas em estudo e suas variáveis

Neste ponto, busca-se, apresentar os indicadores econômico-financeiros que foram utilizados para representar as temáticas do gerenciamento de resultados (variáveis endógenas observadas). Também são especificados os indicadores econômico-financeiros que foram utilizados para representar os Determinantes (variáveis exógenas observadas) das respectivas temáticas.

O fato de se ter mais de um indicador para representar cada Temática e cada Determinante, se deve ao fato que o agrupamento desses indicadores em grupos/constructos (por Temática ou Determinante), possibilitou criar os Constructos Reflexivos necessários para a realização do modelo final de Equações Estruturais.

A Tabela 1, apresenta as variáveis endógenas e exógenas observadas, a possibilidade de agrupamento por Constructos, as siglas, fórmulas e as fontes referenciadas para cada indicador econômico financeiro selecionado. Os indicadores apresentados na tabela 1 têm por finalidade, determinar os efeitos das variáveis que contemplam os constructos do gerenciamento de resultados por *accruals*.

Tabela 1 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por *accruals*. (continua)

Variáveis exógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	AB	<i>Accrual</i> Balance ou Total ACit = ativo circulante da firma i no período t. CXit = equivalentes de caixa da firma i no período t. PCit = passivo circulante da firma i no período t. DEPit = depreciação e amortização da firma i no período t.	$AB = ACit - CXit - PCit - DEPit$	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	OACit	Outros Ativos Circulantes ACit = ativo circulante da firma i no período t. CXit = equivalentes de caixa da firma i no período t. RECit = recebíveis (contas a receber) da firma i no período t. PCit = passivo circulante da firma i no período t.	$OACit = (AC - CX - REC - PC)$ da firma i no período t.	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	RLnit	Receita Líquida	$RLnit =$ receita líquida de vendas da firma i no período t.	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	Dit	Despesas Operacionais Antes da Depreciação da Firma i no período t.	Dit = despesas operacionais antes da depreciação da firma i no período t (obtida de forma indireta: receita operacional líquida de vendas subtraída pelo lucro operacional bruto – ebit);	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	P _{it}	Ativo Imobilizado	$Pit =$ ativo imobilizado da firma i no período t;	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	ε _{it}	Erro <i>accruals</i> discricionários	ε _{it} = variável analisada: <i>accruals</i> discricionários;	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	S1R	Receita líquida por <i>accruals</i> totais	$S1, it = RECi, t-1 / Ri, t-1;$	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 1 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por *accruals*. (conclusão)

Variáveis exógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	S2D	Despesas operacionais por <i>accruals</i> totais	$S2, it = OACi, t-1/Di, t-1;$	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	S3P	Ativo imobilizado por <i>accruals</i> totais	$S3, it = DEPi, t-1/Pi, t-1;$	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)
	AT i,t-1	Ativo Total da Firma i no período t-1	AT i,t-1 = ativo total da firma i no período t-1 (todas as variáveis são escalonadas pelo ativo total em t-1).	Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Santana et al. (2019)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Os indicadores apresentados na tabela 2 têm por finalidade, determinar os efeitos das variáveis que contemplam os constructos do gerenciamento de resultados por atividades reais.

Tabela 2 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por atividades reais. (continua)

Variáveis exógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Gerenciamento de resultados por atividades reais	FCO	Fluxo de caixa operacional representando as Vendas dividido pelo ativo do período t-1.	$FCO = \frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}}$	Roychowdhury (2006); Cohen, Dey e Lys (2008), Cohen e Zarowin (2010), Cupertino (2013) e Reis (2014).
	DD	Despesas Discricionárias = a soma das Despesas Administrativas, Gerais e com Vendas dividido pelo ativo do período t-1.	$DD = \frac{DD_{i,t}}{A_{i,t-1}}$	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).

Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por atividades reais. (continua)

Variáveis exógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Gerenciamento de resultados por atividades reais	NPROD	Níveis de produção = a soma dos custos do produto vendido e a variação do estoque dividido pelo ativo do período t-1.	$NPROP = \frac{CRRO_{it}}{A_{i,t-1}}$	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).
	RL	Receita Líquida	$RL = RL_{it}$	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).
	VRL	Variação da Receita Líquida = Receita Líquida do período atual menos a Receita Líquida do período anterior dividido pelo ativo do período anterior.	$RL = \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}}$	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).
	VLL	Variação do Lucro Líquido = O valor do lucro líquido do período t menos o valor do lucro líquido do período t-1 dividido pelo ativo do período t-1	$VRL = \frac{\Delta RL_{i,t-1}}{A_{i,t-1}}$	Gunny (2010), Zang (2012) Cupertino (2013) e Reis (2014)
	AT	Ativo total	$AT = AT_{i,t-1}$	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).

Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 2 – Os constructos e os indicadores de gerenciamento de resultados por atividades reais. (conclusão)

Variáveis exógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Gerenciamento de resultados por atividades reais	ε_{it}	Erro Atividades Reais	ε_{it} = variável analisada: atividades reais;	Roychowdhury (2006), Paulo (2007), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009), Cohen e Zarowin (2010), Gunny (2010), Zang (2012), Cupertino (2013) e Reis (2014).

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Os indicadores apresentados na tabela 3 têm por finalidade, determinar os efeitos das variáveis que contemplam os constructos de desempenho econômico-financeiro.

Tabela 3 – Os constructos e os indicadores de desempenho econômico-financeiro. (continua)

Variáveis endógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Desempenho econômico-financeiro	ROA	Rentabilidade do Ativo (ROA) = Média da relação Lucro líquido / Ativo total	$\frac{LL}{AT}$	Rajan e Zingales (1995), Baker e Wurgler (2002), Bastos e Nakamura (2009) e Vallandro (2009)
	ROAOP	Rentabilidade operacional do ativo (ROAOP) = Média da relação Lucro operacional / Ativo total	$\frac{LOp}{AT}$	Nakamura, Martin e Kimura (2004) e Grzebieluckasa et al. (2008)
	ROE	Retorno sobre Patrimônio (ROE) = Média da relação Lucro líquido / Patrimônio líquido	$\frac{LL}{PL}$	Grzebieluckasa et al. (2008), Petacchi (2015) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015)
	EBTIDA1	EBTIDA: Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Lajida) sobre patrimônio líquido	$\frac{EBTIDA}{PL}$	Tavares e Penedo (2018)

Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela. (continua)

Tabela 3 – Os constructos e os indicadores de desempenho econômico-financeiro. (conclusão)

Variáveis endógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Desempenho econômico-financeiro	EBTIDA2	EBTIDA sobre Ativo total	$\frac{EBTIDA}{AT}$	Rajan e Zingales (1995), Perobelli e Famá (2002), Colman (2014), Tavares e Penedo (2018) e Cavalcanti et al. (2018)
	MARG	Margem (Lucro Líquido / Vendas Líquidas)	$\frac{LL}{VL}$	Canongia (2014)
	TURN	Giro (Vendas líquidas / AT)	$\frac{VL}{AT}$	Canongia (2014) e Nascimento et al. (2018)
	Q de Tobin	Q de Tobin. q = o valor aproximado do q de Tobin; VMao = valor de mercado das ações ordinárias; VCap = valor de mercado das ações preferenciais; VCDlp = valor contábil da dívida de longo prazo; VCest = valor contábil dos estoques; VCDcp = valor contábil da dívida de curto prazo; VCRcp = valor contábil dos recursos atuais, ou seja, ativo circulante; AT = valor contábil do ativo total.	$q = \frac{VMao + VMap + VCDlp + VCest + VCDcp + VCRcp}{AT}$	Fama e Barros (2000) e Tavares e Penedo (2018)
	LEF	Lucro Específico da Firma (LEF) = ROA – ROA Médio do setor para cada ano	$LEF_{it} = ROA_{it} - \left(\sum_{i=1}^{I_{jt}} \frac{ROA_{ijt}}{I_{jt}} \right)$	Villalonga (2004)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Os indicadores apresentados na tabela 4 têm por finalidade, determinar os efeitos das variáveis que contemplam os constructos de tamanho da empresa.

Tabela 4 – Os constructos e os indicadores de Tamanho da Empresa.

Variáveis Moderadoras				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Tamanho da Empresa	<i>Tam_V</i>	Logaritmo das Vendas	$Tam_V = \ln V_{i,t}$	Rajan e Zingales (1995), Gomes e Leal (2001), Baker e Wurgler (2002), Silveira (2004) e Nakamura et al. (2007)
	<i>Tam_PL</i>	Logaritmo do Patrimônio líquido	$Tam_PL = \ln PL_{i,t}$	Perobelli e Famá (2002)
	<i>Tam_AT</i>	Logaritmo do Ativo total	$Tam_AT = \ln AT_{i,t}$	Titman e Wessels (1988), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2015) e Cavalcanti et al. (2018)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Os indicadores apresentados na tabela 5 têm por finalidade, determinar os efeitos das variáveis que contemplam os constructos de indicadores de valor de mercado.

Tabela 5 – Os constructos e os indicadores de valor de mercado.

Variáveis endógenas				
Constructos	Variável	Descrição	Fórmula	Referências
Valor de mercado	<i>VM</i>	Logaritmo Natural (LN) do valor de mercado	Log (VM)	Chen e Chen (2011), Cruz, Cherobim e Espejo (2011) e Nascimento et al. (2018)
	<i>MPR</i>	Retorno de preço de mercado (<i>Market price return</i>) = valor de mercado da ação / lucro por ação (LPA)	$\frac{VM \text{ da ação}}{LPA}$	Padoveze e Benedicto (2010) e Gerum, Mölls e Shen (2018)
	<i>EV</i>	<i>Enterprise Value</i> = (valor de mercado + dívida total líquida + Part acionistas minoritários) / Total de Ativos	$\frac{EV}{AT}$	Börsch-Supan e Köke (2002), Caixe (2012), Caixe e Krauter (2013), Myint, Lupi e Tsomocos (2018) e Jiang e Zhang (2018)

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas pesquisas citadas na própria tabela.

Por fim, no que se refere às Tabelas 1, 2, 3, 4 e 5, observa-se que algumas das fórmulas sofreram pequenas alterações, às vezes por causa da nomenclatura diferente utilizada por cada autor, outras vezes devido às mudanças ocorridas pela harmonização contábil das Normas Internacionais de Contabilidade (ver: Lei nº 11.638/07; Medida Provisória nº 449/08; Lei nº 11.941/09). Considera-se que um primeiro passo foi dado para a definição das variáveis da amostra. Todavia, faz-se necessário um esforço adicional na padronização das contas, com o objetivo de uniformizar os lançamentos e eliminar distorções estruturais entre as demonstrações, permitindo assim um cálculo preciso dos indicadores.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Busca-se neste tópico apresentar os resultados e discussões sobre o gerenciamento de resultados por atividades reais e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Optou-se por trazer os resultados e discussões das duas técnicas de gerenciamento de resultados de maneira integrada. Desta forma, foi possível comparar as duas técnicas de gerenciamento de resultados, de modo a facilitar a sua compreensão.

4.1 Discutindo o gerenciamento de resultados por atividades reais e por *accruals*

No que se refere as variáveis independentes para os modelos, foram selecionados indicadores que compuseram os seguintes constructos: gerenciamento de resultados por atividades reais, gerenciamento de resultados por *accruals*, desempenho econômico-financeiro e valor de mercado.

Para a análise e interpretação dos modelos gerados, a Tabela 6 apresenta a matriz para validade discriminante e algumas estatísticas descritivas que contribuem para análise e interpretação dos constructos. As raízes quadradas da Variância Média Extraída (AVE) são apresentadas nas diagonais, e as correlações, na parte interna fora das diagonais, na última linha é possível verificar os Variance Inflation Factor (VIF) Internos. Os valores apresentados dos VIF internos servem para avaliar a colinearidade entre os constructos. Os valores dos fatores de inflação de variância recomendados devem ser inferiores a 5 (HAIR et al., 2016). O modelo para atividades reais possui VIF Internos abaixo de 5, evidenciando que o modelo estrutural não possui multicolinearidade.

Tabela 6 – Validade discriminante e estatística descritiva por atividades reais.

Variável latente	(1).	(2).	(3).
(1). Desempenho econômico-financeiro	0.828		
(2). Gerenciamento de resultados por atividades reais	0.268	0.801	
(3). Valor de mercado	0.525	0.163	0.749
M	0,687	0,641	0,561
STDEV	0,013	0,025	0,01
VIF internos	1,000	1,076	1,078

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (Variância Média Extraída), enquanto fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os constructos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (Variance Inflation Factor).

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

A Tabela 7 apresenta a matriz para validade discriminante e algumas estatísticas descritivas. As raízes quadradas do AVE são apresentadas nas diagonais, e as correlações, fora das diagonais, na última linha é possível verificar os VIF Internos. A AVE mostra a extensão em que o constructo é capaz de explicar a variação dos indicadores que o constitui (HAIR et al., 2014). O modelo para *accruals* possui VIF Internos abaixo de 5, demonstrando que o modelo estrutural não possui multicolinearidade.

Tabela 7 – Validade discriminante e estatística descritiva por *accruals*.

Variável latente	(1).	(2).	(3).
(1). Desempenho econômico-financeiro	0,924		
(2). Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	-0,129	0,773	
(3). Valor de mercado	0,428	-0,075	1,000
M	0,854	0,581	1,000
STDEV	0,020	0,041	0,000
VIF internos	1,000	1,017	1,010

Nota: Nas diagonais são as raízes quadradas do AVE (Variância Média Extraída), enquanto fora das diagonais no triângulo inferior são as correlações entre os constructos. M (Média da amostra - AVE); STDEV (Desvio Padrão - AVE); VIF (Variance Inflation Factor)

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

Para um adequado ajuste do modelo de mensuração estrutural alguns critérios precisam ser seguidos (RINGLE; SILVA; BIDO, 2014). De acordo com Hair et al., (2016) para a avaliação de constructos reflexivos em modelos PLS-SEM é importante seguir os parâmetros da Validade Convergente, Confiabilidade da Consistência Interna e a Validade discriminante. Nas Tabelas 8 e 9 é possível observar os resultados alcançados para a Validade Convergente,

Confiabilidade da Consistência Interna e a Validade Discriminante, para melhor ajuste do modelo de mensuração.

Na Validade Convergente é necessário avaliar as Cargas Externas e a Variâncias Média Extraída (Average variance Extracted – AVE). Para o constructo ser significativo, a Variância Média Extraída precisa estar acima de 0,5 ou seja ($AVE > 0,50$) (HAIR; BLACK; BABIN; ANDERSON, 2018).

Para as Cargas Externas (CE) dos indicadores, buscou-se no interior de cada constructo cargas que fossem significativas com valores acima de 0,7 ou seja ($CE > 0,70$). Entretanto, em um caso específico seguiu-se o critério adotado por Hair et al. (2014), ao qual aceita indicadores com cargas externas superiores a 0,5 rigorosamente ao analisar que o indicador (variável) contribui de maneira significativa para o modelo e para a Teoria. Desta forma, valores superiores a 0,50 das cargas externas podem ser aceitos, mesmo não sendo significativos tendo como critério a relevância do mesmo para o modelo.

Na Confiabilidade da Consistência Interna (confiabilidade do modelo) é importante considerar dois pontos relevantes: sendo o Alfa e Cronbach (AC) e a Confiabilidade Composta (CC). Para ambos, os valores precisam estar acima de 0,70, sendo ($AC > 0,70$) e ($CC > 0,70$), pois isto assegura um melhor ajuste do modelo (HAIR et al., 2018).

Vale destacar ainda que a Validade Discriminante deve ser verificada, por meio das cargas cruzadas (crossloadings) ou por meio do Critério de Fornell e Larcker. Na Tabela 8 o pesquisador optou por um critério mais conservador, sendo o Critério de Fornell e Larcker (FORNELL; LARCKER, 1981), o qual é comparado as raízes quadradas dos valores das AVE juntamente com as correlações de Pearson com os demais constructos latentes. Optou-se por este método conservador, ainda que Hair et al. (2019) deixa de recomendá-lo. Os valores das raízes quadradas das AVEs são exibidos (na diagonal da Tabela 6 e Tabela 7), lembrando que eles precisam ser maiores que os valores das correlações para os constructos (triângulo inferior da Tabela 6 e da Tabela 7).

Na Tabela 8 e Tabela 9 são apresentados um resumo das avaliações do modelo de mensuração para os constructos reflexivos, validando os ajustes para o modelo da pesquisa. A Tabela 8 apresenta os resultados sintetizados na pesquisa para o modelo de mediação reflexiva para gerenciamento de resultados por atividades reais.

Tabela 8 – Resultados sintetizados para o modelo de mediação reflexiva ajustado na pesquisa por atividades reais.

Variável Latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas	Variância Média	Alfa de	Confiabilidade	Fornell-
		Externas	Extraída	Cronbach	Composta	Larcker
		CE>0,50	AVE>0,50	AC>0,70	CC>0,70	Crítério
Gerenciamento de resultados por atividades reais	NPROD	0,773	0,686	0,742	0,781	$0,828=\sqrt{AVE}$
	VRL	0,827				
Desempenho econômico-financeiro	EBITIDA2	0,886	0,641	0,838	0,896	$0,801=\sqrt{AVE}$
	LEF	0,937				
	ROA	0,950				
	ROAP	0,623				
Valor de mercado	EV	0,709	0,561	0,718	0,718	$0,749=\sqrt{AVE}$
	MPR	0,787				

Nota: NPROD (Níveis de produção); VRL (Variação da receita líquida); EBITIDA2 (Ebitda sobre o ativo total); LEF (Lucro específico da firma); ROA (Rentabilidade do ativo); ROAP (Rentabilidade operacional do ativo); EV (Enterprise value); MPR (Retorno de preço de mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 2, Tabela 3 e Tabela 5.

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

Seguindo o mesmo pressuposto, a Tabela 9 apresenta os resultados sintetizados na pesquisa para o modelo de mediação reflexiva para gerenciamento de resultados por *accruals* validando o modelo da pesquisa.

Tabela 9 – Resultados sintetizados para o modelo de mediação reflexiva ajustado na pesquisa.

Variável Latente	Indicadores	Validade Convergente		Confiabilidade da Consistência Interna		Validade Discriminante
		Cargas	Variância Média	Alfa de	Confiabilidade	Fornell-
		Externas	Extraída	Cronbach	Composta	Larcker
		CE>0,50	AVE>0,50	AC>0,70	CC>0,70	Crítério
Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	RLnit	0,669	0,597	0,738	0,745	$0,773=\sqrt{AVE}$
	S1R	0,864				
Desempenho econômico-financeiro	EBITIDA2	0,886	0,855	0,915	0,946	$0,925=\sqrt{AVE}$
	LEF	0,937				
	ROA	0,950				
Valor de mercado	MPR	1,000	1,000	1,000	1,000	$1,000=\sqrt{AVE}$

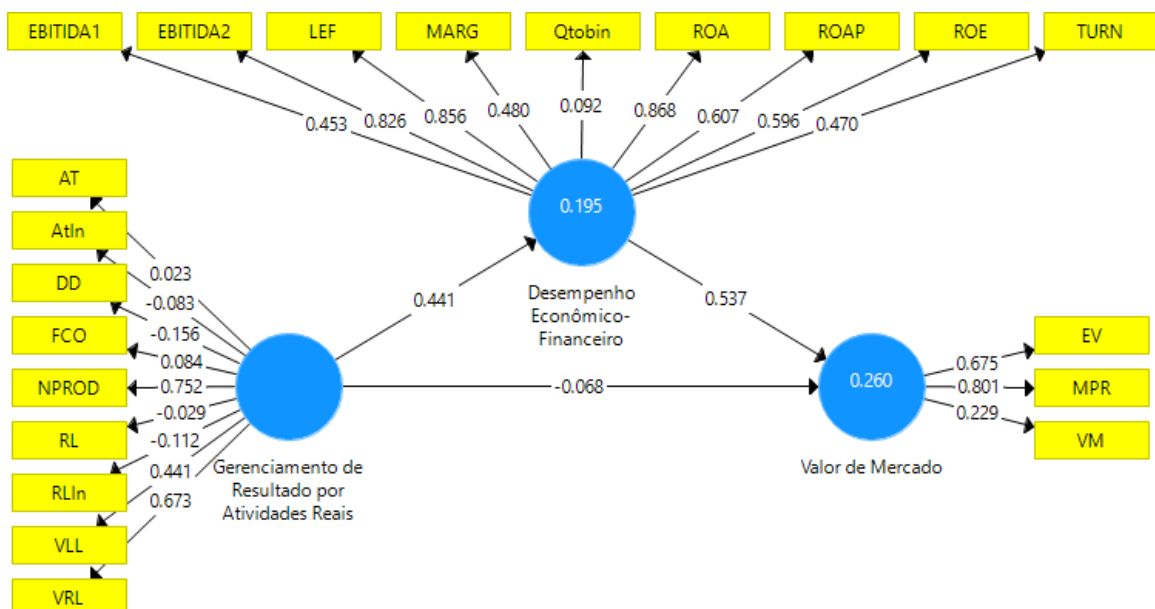
Nota: RLnit (Receita líquida); S1R (Receita líquida por *accruals* totais); EBITIDA2 (Ebitda sobre o ativo total); LEF (Lucro específico da firma); ROA (Rentabilidade do ativo); MPR (Retorno de preço de mercado). Obs.: Para detalhes dos cálculos realizados ver Tabela 1, Tabela 3 e Tabela 5.

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

Na Figura 4 é apresentado o modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais contendo todas as variáveis propostas para o teste e validação dos constructos. Vale salientar que ao pensar todas as variáveis possíveis para cada constructo, torna-se relevante apresentar o modelo completo antes dos referidos ajustes. Com isso, ao ajustar o modelo, algumas variáveis são eliminadas para comprimir todos os parâmetros para o modelo estrutural.

Vale destacar que as variáveis utilizadas para o modelo estrutural de gerenciamento de resultados por atividades reais são diferentes das variáveis do modelo estrutural de gerenciamento de resultados por *accruals*. No que diz respeito aos constructos de desempenho econômico-financeiro e valor de mercado, as variáveis testadas em ambos os modelos, são as mesmas. Entretanto, como as variáveis dos constructos para gerenciamento de resultados são distintas entre os dois modelos, apesar de utilizar as mesmas variáveis para desempenho econômico-financeiro e valor de mercado, as cargas e relações são diferentes para cada modelo estrutural. Isto se explica, em função de que ao se estimar os modelos as relações e os ajustes são distintos para cada modelo, considerando que as variáveis para cada constructo de gerenciamento de resultados serem totalmente distintas.

Figura 4 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais com todas as variáveis dos constructos.

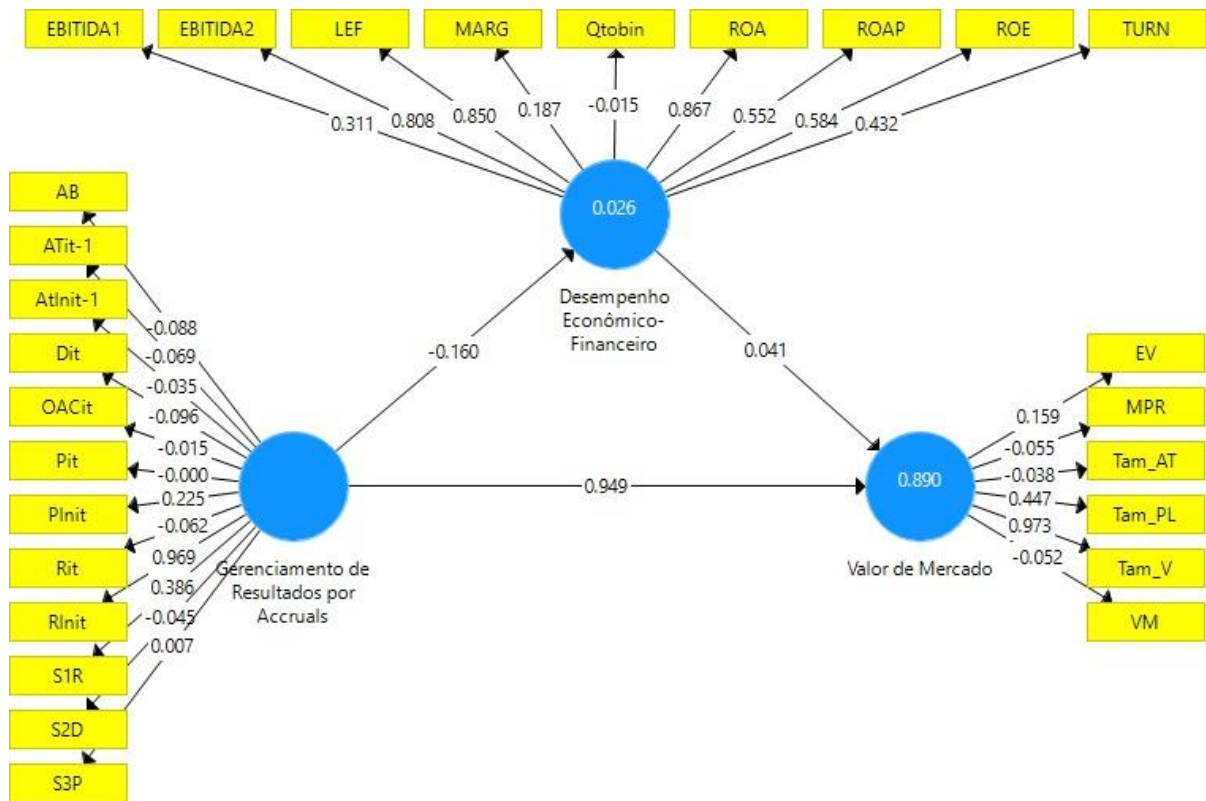


Fonte: Dados da pesquisa 2024.

A Figura 5 apresenta o modelo estrutural para gerenciamento de resultados por *accruals* contemplando todas as variáveis propostas para o teste e validação dos constructos. Assim como

na Figura 4, buscou-se apresentar o modelo completo antes dos ajustes conforme os parâmetros estabelecidos pela literatura acadêmica. Ao ajustar o modelo estrutural, algumas variáveis são descartadas para cumprir todos os requisitos para chegar ao modelo estrutural final.

Figura 5 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por *accruals* com todas as variáveis dos constructos.

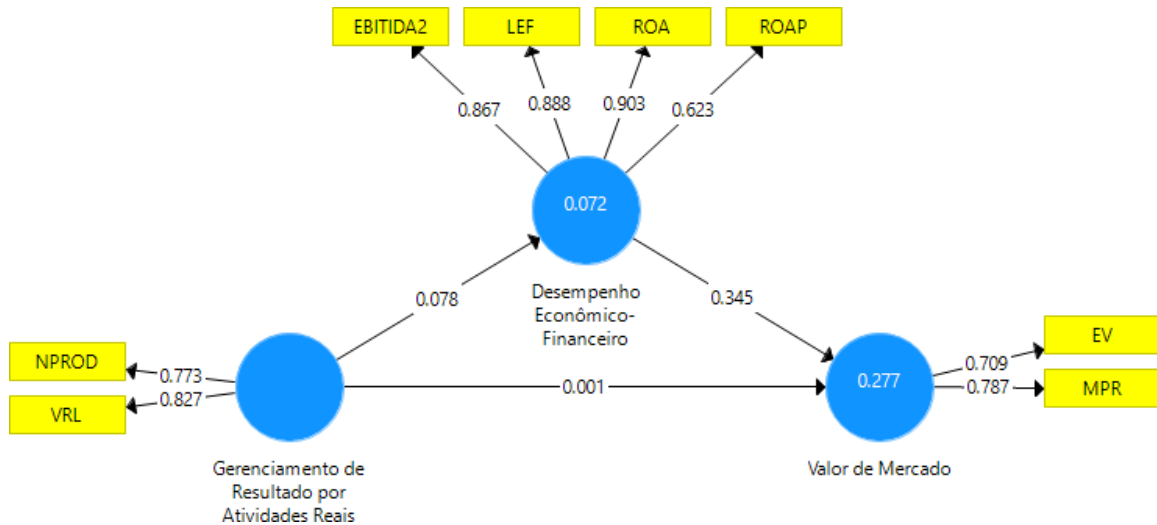


Fonte: Dados da pesquisa 2024.

A Figura 6 e Figura 7 apresentam o desenho do modelo de mensuração utilizado, ou seja, o modelo estrutural final. No que se refere aos valores de R^2 , Cohen (1998), Hair et al. (2014) e Bido e Silva (2019), argumentam que valores de 0,02, 0,15 e 0,35 são considerados, respectivamente, pequeno, médio e grande, ou seja, para ($R^2 = 0,02$) efeito pequeno, ($R^2 = 0,13$) efeito médio ($R^2 = 0,35$) efeito grande.

A Figura 6 mostra o modelo estrutural gerado para gerenciamento de resultados por atividades reais como variável exógena do modelo e os efeitos gerados em desempenho econômico-financeiro e valor de mercado. A variável endógena desempenho econômico-financeiro apresenta um $R^2 = 0,072$, significando que 7,2% das variações podem ser explicadas pelo gerenciamento de resultados por atividades reais. A outra variável endógena valor de mercado apresenta um $R^2 = 0,277$, levando a inferir que 27,7% das suas variações podem ser explicadas pelo gerenciamento de resultados por atividades reais.

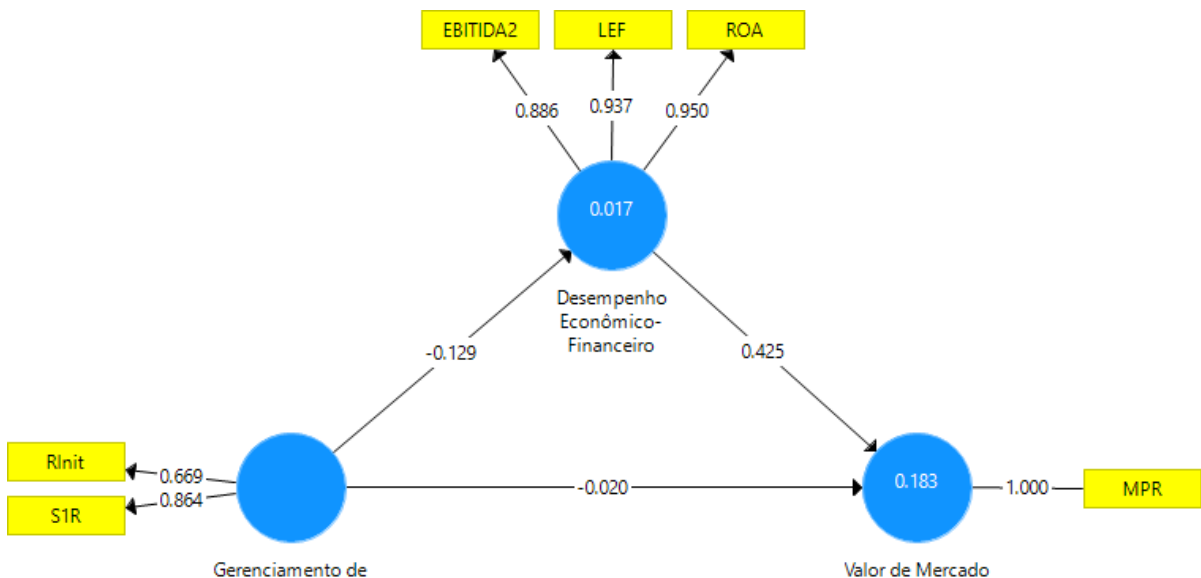
Figura 6 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais ajustado.



Fonte: Dados da pesquisa 2024.

A Figura 7 mostra o modelo estrutural gerado para gerenciamento de resultados por *accruals* como variável exógena do modelo e os efeitos provocados no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado. A variável endógena desempenho econômico-financeiro apresenta um $R^2 = 0,017$, significando que 1,7% das variações suas variações podem ser explicadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals*. A variável endógena valor de mercado apresenta um $R^2 = 0,183$, levando a inferir que 18,3% das suas variações podem ser explicadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals*.

Figura 7 – Modelo estrutural para gerenciamento de resultados por atividades reais ajustado.



Fonte: Dados da pesquisa 2024.

As estimativas para coeficientes de caminho do modelo estrutural caracterizam valores estimados das relações de caminhos no modelo e têm de ser examinadas em termos de sinal, magnitude e significância, devendo esse último ser analisado via bootstrapping (HENSELER; RINGLE; SINKOVICS, 2009; HAIR et al., 2016; HAIR et al., 2019). Na análise do modelo estrutural via bootstrapping completo, gerou um total de 5.000 subamostras. O uso deste procedimento busca garantir a robustez dos modelos de caminhos, possibilitando analisar os coeficientes e as hipóteses da pesquisa.

Nesta perspectiva, a Tabela 6 apresenta os resultados das Hipóteses de pesquisa referente a cada modelo estrutural de gerenciamento de resultados por atividades reais. Para Hair et al. (2014) a hipótese teórica do modelo estrutural só poderá ser aceita por meio da estatística T quando seu valor for maior que 1,96. O resultado mostra que das relações testadas apenas o valor de mercado não é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro não tiveram significância do valor de $T^{***} = p < 0,001$, apresentado um (Valor T de 0,078).

Para análise do modelo estrutural, foi realizado um procedimento de *bootstrapping* completo com um total de 5.000 subamostras, em que observa-se os coeficientes e as hipóteses da pesquisa. Os resultados são apresentados na Tabela 10 e Tabela 11.

Em vista dos resultados obtidos e apresentados na Tabela 10, é possível observar que a hipótese H₁, referente ao efeito da variável gerenciamento de resultados por atividades reais sobre o desempenho econômico-financeiro, foi confirmada. A relação teórica (caminho) prevista entre os constructos foi estatisticamente significativa, como se pode observar pelos valores da estatística t e pelo p-valor (β positivo; Valor T 5,020; $p < 0,000^{***}$). Os valores são considerados estatisticamente significativos quando o p-valor é inferior a 0,10. Para esta amostra o gerenciamento de resultados por atividades reais impacta positivamente o desempenho econômico-financeiro com significância estatística a 1%, ou seja, o seu p valor é menor que 0,01 ($p < 0,01$), corroborando o estudo de Zhu, et al. (2015). Os resultados obtidos levam a inferir que as empresas com ações negociadas na B3 utilizam do gerenciamento de resultados como estratégia de manipulação de seus resultados impactando positivamente o desempenho econômico-financeiro.

O gerenciamento de resultados por atividades reais impacta positivamente o valor de mercado (β positivo; Valor T de 7,638; $p < 0,000^{***}$), o que confirma a Hipótese H₂. Os valores foram considerados estatisticamente significativos a 1%, em que o gerenciamento de resultados por atividades reais impacta positivamente o valor de mercado. Nesse resultado, percebe-se que

as empresas com ações negociadas na B3 utilizam o gerenciamento de resultados como estratégia de manipulação de seus resultados impactando positivamente o valor de mercado. Estes resultados corroboram com os resultados encontrados por Ali, Salleh e Hassan (2008) e Alves (2012).

Para a hipótese H₃, que pressupunha a mediação da relação entre o gerenciamento de resultados por atividades reais e o valor de mercado pelo desempenho econômico-financeiro, é possível observar que não foi confirmada, apesar de o sinal encontrado apresentando (β positivo; Valor T de 0,078; $p < 0,001$ n/s), o p-valor não foi estatisticamente significativo. Os resultados dessa amostra indicam que o valor de mercado das empresas com ações negociadas na B3 não é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro.

Quanto a hipótese H₄, que pressupunha que na relação indireta o valor de mercado era afetado pelo gerenciamento de resultados por atividades reais, é possível observar que foi confirmada com (β positivo; Valor T de 9,213; $p < 0,000$ ***), em que p-valor foi estatisticamente significativo a 1%. Dessa forma os resultados inferem que na relação indireta o valor de mercado das empresas negociadas na B3 é afetado positivamente pelo gerenciamento de resultados e pelo desempenho econômico-financeiro.

Tabela 10: Síntese das hipóteses de pesquisa e seus resultados por atividades reais

Hipótese	Relação	Valor de T	P-valor	Sinal encontrado	Resultado
H ₁	Geren. result. -> desempenho econômico-financeiro.	5,020	0,000***	+	Aceita
H ₂	Geren. result. -> valor de mercado.	7,638	0,000***	+	Aceita
H ₃	Valor de mercado -> é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro.	0,078	0,001n/s	n/s	Rejeitada
H ₄	Valor de mercado -> é afetado indiretamente pelo gerenciamento de resultados e pelo desempenho econômico-financeiro.	9,213	0,000***	+	Aceita

Notas: *** Estatisticamente significante ao nível de 0,001. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,5$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

A Tabela 11 apresenta os resultados das hipóteses de pesquisa, onde é possível observar que a hipótese H₁, referente ao efeito da variável gerenciamento de resultados por *accruals* sobre o desempenho econômico-financeiro, foi confirmada. A relação teórica (caminho) prevista entre os constructos foi estatisticamente significativa, como se pode observar pelos valores da estatística t e pelo p-valor (β negativo; Valor T de 3,289; $p < 0,001^{***}$). São considerados estatisticamente significativos a 1% quando o p-valor é inferior a 0,01. Esse resultado indica que o gerenciamento de resultados por atividades reais impacta negativamente o desempenho econômico-financeiro e é significativo estatisticamente a 1%, corroborando com o estudo de Zhu, et al. (2015). Tais resultados encontrados levam a perceber que as empresas pertencentes a amostra utilizam o gerenciamento de resultados como estratégia de manipulação de seus resultados, o que impacta negativamente o desempenho econômico-financeiro.

O gerenciamento de resultados por *accruals* impacta negativamente o valor de mercado (β negativo; Valor T de 3,227; $p < 0,001^{***}$), confirmando a Hipótese H₂. Os valores foram considerados estatisticamente significativos a 1%, em que o gerenciamento de resultados por *accruals* impacta negativamente o valor de mercado. Com esse resultado, é possível identificar que as empresas com ações negociadas na B3 utilizam o gerenciamento de resultados com estratégia de manipulação de seus resultados, o que impacta negativamente o valor de mercado. Estes resultados corroboram com os resultados encontrados por Ali, Salleh e Hassan (2008) e Alves (2012).

A hipótese H₃ previa que o desempenho econômico-financeiro mediava a relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e o valor de mercado. No resultado obtido, é possível perceber que a hipótese H₃ não foi confirmada, apesar de o sinal encontrado apresentando (β negativo; Valor T de 0,017; $p < 0,000n/s$) o p-valor não foi estatisticamente significativo. Desta forma, os resultados dessa amostra elucidam que o valor de mercado das empresas com ações negociadas na B3 não é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro.

A hipótese H₄ previa que o valor de mercado era afetado pelo gerenciamento de resultados por *accruals* indiretamente. Nesse sentido, é possível observar que para essa amostra a hipótese H₄ foi confirmada com (β negativo; Valor T de 3,442; $p < 0,001^{***}$) tendo o p-valor estatisticamente significativo a 1%. Assim, os resultados para essa amostra sugerem que na relação indireta o valor de mercado das empresas negociadas na B3 é afetado negativamente pelo gerenciamento de resultados e pelo desempenho econômico-financeiro.

Tabela 11: Síntese das hipóteses de pesquisa e seus resultados por *accruals*

Hipótese	Relação	Valor de T	P-valor	Sinal encontrado	Resultado
H ₁	Geren. result. -> desempenho econômico-financeiro.	3,289	0,001***	-	Aceita
H ₂	Geren. result. -> valor de mercado.	3,227	0,001***	-	Aceita
H ₃	Valor de mercado -> é afetado pelo gerenciamento de resultados mediado pelo desempenho econômico-financeiro.	0,017	0,000n/s	n/s	Rejeitada
H ₄	Valor de mercado -> é afetado indiretamente pelo gerenciamento de resultados e pelo desempenho econômico-financeiro.	3,442	0,001***		Aceita

Notas: *** Estatisticamente significativo ao nível de 0,001. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,5$, * $p < 0,10$, n/s: não significativo.

Fonte: Dados da pesquisa 2024.

Analisando conjuntamente as Tabelas 6 e 7 é possível perceber que no teste das hipóteses de pesquisa, o gerenciamento de resultados impacta tanto o desempenho econômico-financeiro como o valor de mercado. Outro ponto relevante, é que as hipóteses H₁, H₃ e H₄ foram confirmadas tanto na perspectiva do gerenciamento de resultados por atividades reais, quanto para o gerenciamento de resultados por *accruals* e a hipótese H₃ foi rejeitada por ambas as perspectivas. Entretanto, os resultados revelam efeitos contrários para os dois modelos, gerando perspectivas distintas em relação ao uso das práticas de gerenciamento de resultados.

Nesse sentido, o gerenciamento por atividades reais as hipóteses H₁, H₃ e H₄ apresentaram significância estatística a 1% com efeito positivo. No gerenciamento de resultados por *accruals* as hipóteses H₁, H₃ e H₄ apresentaram também significância estatística a 1%, porém com efeito negativo. A confirmação dessas hipóteses revela que o gerenciamento de resultados é praticado tanto por atividades reais quanto por *accruals*. Entretanto, os dados dessa pesquisa considerando essa amostra, sugerem que a escolha da prática em relação a modalidade de gerenciamento de resultados, vai depender do interesse do agente e do principal.

Na busca por compreender essas implicações do gerenciamento de resultados e seus efeitos no desempenho econômico-financeiro e no valor de mercado, por meio da modelagem de equações estruturais, foi possível identificar a existência da prática do gerenciamento de resultados para empresas com ações negociadas na B3. Vale destacar que o uso desse método encontra-se em fase introdutória, no que diz respeito a sua utilização com dados secundários,

no campo das finanças corporativas e da contabilidade. Assim, a utilização da SEM como metodologia de segunda geração para análise do gerenciamento de resultados, representa um avanço científico e metodológico. Finalizando os achados da pesquisa, o próximo tópico esboça as considerações finais obtidos pelo estudo, expondo as limitações da pesquisa e sugestões para futuras pesquisas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo analisar o efeito do gerenciamento de resultados no desempenho econômico-financeiro e valor de mercado de empresas com ações negociadas na B3, contribuindo na ampliação do conhecimento entre as relações simultâneas entre as variáveis e constructos em estudo. Nesse contexto, a modelagem de equações estruturais visa contribuir com novas perspectivas de análise como os efeitos de mediação, os efeitos indiretos, além de apresentar resultados robustos e confiáveis.

Dentre as 4 hipóteses testadas na pesquisa, três foram aceitas ao nível de significância estatística de 1%. Ressalta-se que para o gerenciamento de resultados por atividades reais o efeito foi positivo, e para o gerenciamento de resultados por *accruals* o efeito foi negativo. Esses resultados permitem inferir que o gerenciamento de resultados é praticado em empresas com ações negociadas na B3, considerando a amostra estudada.

O gerenciamento de resultados por atividades reais tem efeito direto e positivo sobre o desempenho econômico-financeiro (H_1). De modo similar, o gerenciamento de resultados por atividades reais impacta positivamente o valor de mercado (H_2). No que se refere ao efeito do gerenciamento de resultados por atividades reais sobre o valor de mercado mediado pelo desempenho econômico-financeiro (H_3), não foi confirmada. Em contrapartida, na relação indireta o valor de mercado é afetado positivamente pelo gerenciamento de resultados por atividades reais e pelo desempenho econômico-financeiro (H_4).

Para o gerenciamento de resultados por *accruals*, pode-se concluir que este tem efeito direto e negativo sobre o desempenho econômico-financeiro (H_1). De modo análogo, o gerenciamento de resultados por *accruals* impacta negativamente o valor de mercado (H_2). No que se refere ao desempenho econômico-financeiro mediar a relação entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e valor de mercado (H_3), a hipótese não foi confirmada. Em contrapartida, na relação indireta o valor de mercado é afetado negativamente pelo gerenciamento de resultados por atividades reais e pelo desempenho econômico-financeiro (H_4), a hipótese foi confirmada.

Entre as limitações para a presente pesquisa, está na impossibilidade de generalização dos resultados para outros cenários que não o da amostra utilizada. Vale ressaltar que as evidências expostas e discutidas neste estudo são características de uma seleção de amostras contendo 292 empresas com ações negociadas na B3, por um período compreendido entre 2011 e 2022 (painel balanceado empilhado anualmente). Outro ponto é a utilização de três

constructos para se compreender as relações inerentes a gerenciamento de resultados (por atividades reais e por *accruals*), desempenho econômico-financeiro e valor de mercado.

Como sugestões para estudos futuros, sugere-se a mensuração de outros constructos que possam vir a impactar o valor de mercado e o desempenho econômico-financeiro das empresas, assim como outros que possam ser impactados pelo gerenciamento de resultados. Posteriormente, expandir as relações de mediação ao se inserir outros constructos e utilizar moderadores na relação.

Por fim, considera-se, que o gerenciamento de resultados é praticado nas empresas com ações negociadas na B3, evidenciado pelos resultados é praticado tanto por atividades reais quanto por *accruals*. A pesquisa também contribui em atenuar a carência de pesquisas nas áreas de contabilidade e finanças utilizando banco de dados em painel balanceado empilhado por meio da técnica de modelagem de equações estruturais.

REFERÊNCIAS

- ACHLEITNER, A. K.; GÜNTHER, N.; KASERER, C.; SICILIANO, G. Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. **European Accounting Review**, v. 23, n. 3, p. 431–461, 2014.
- ALI, S.M.; SALLEH, N.M.; HASSAN, M.S. “Ownership structure and earnings management in Malay sian listed companies: the size effect”, **Asian Journal of Business and Accounting**, v. 1, n. 2, p. 89-116, 2008.
- ALVES, S. “Ownership structure and earnings management: evidence from Portugal”, **Australasian Accounting Business and Finance Journal**, v. 6, n. 1, p. 57-74, 2012.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- AL-MALKAWI, H. A. N.; PILLAI, R.; BHATTI, M. I. Corporate governance practices in emerging markets: The case of CGC countries. **Economics Modelling**, v. 38, n. 1, p. 133-141, 2014.
- ALI, A.; CHEN, T. Y.; RADHAKRISHNAN, S. Divulgações corporativas por empresas familiares. **Jornal de contabilidade e economia**, v. 44, n. 1-2, p. 238-286, 2007.
- ALMEIDA, M. A. **Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras**. 2014. 129 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014.
- ALMEIDA, J.E. **Earnings Management no Brasil: Estudo Empírico em Indústrias e Grupos Estratégicos**. 75 p., 2006 Dissertação - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, FUCEPE, 2006.
- AMAN, H.; NGUYEN, P. Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? **Journal of the Japanese and International Economics**, v. 22, n. 4, p. 647-662, 2008.
- AMMANN, M.; OESCH, D.; SCHMID, M. M. Corporate Governance and firm value: International evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, n. 1, p. 36-55, 2011.
- ANDRADE, L. P. **Estratégias de alavancagem do poder de voto e o valor das empresas brasileiras de capital aberto**. 2015. 260 p. Tese (Doutorado e Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2015.
- ANDRADE, M. M. **Introdução à Metodologia do Trabalho Científico**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Dual class shares, board of directors’ effectiveness and firm’s market value: an empirical study. **Journal of Management & Governance**, v. 21, n. 4, p. 1053-1092, 2017.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A.; MENDES-DA-SILVA, W. Reasons for and implications of the presence of institutional investors in the ownership structure of Brazilian companies. **Corporate Ownership & Control**, v. 13, n. 4, p. 598-608, 2016.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências** 2.a ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ANTONIOU, A.; ARBOUR, P.; ZHAO, H. Howmuch is too much: Are merger premiums too high? **European financial management**, v. 14, n. 2, p. 268–287, 2008.

ARROW, K. **Essays in the theory of risk bearing**. Chicago, IL: Markham, 1971.

BAKER, M.; WUGLER, J. Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BALASUBRAMANIAN, N; BLACK, B. S.; KHANNA, V. The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. **Emerging Market Review**, v. 11, n. 4, p. 319-340, 2010.

BARNEA, A.; RONEN, J.; SADAN, S. Classificatory smoothing o f income with extraordinary items. **The Accounting Review (January)**, p. 110-122, 1976.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of accounting research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BARTON, J.; SIMKO, P. J. The balance sheet as an earningsmanagement constraint. **The Accounting Review**, v. 77, P. 1–27, 2002.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BATAINEH, H.; ABUADDOUS, M.; ALABOOD, E. The Effect of Family Ownership and Board Characteristics on Earnings Management: Evidence from Jordan. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**. 2018.

BAUER, R.; EICHHOLTZ, P.; KOK, N. Corporate governance and performance: The REIT effect. **Real Estate Economics**, v. 38, n. 1, p. 1-29, 2010.

BEBCHUK, L.; COHEN, A.; FERRELL, A. What matters in corporate governance. **Review of Financial Studies**, v. 22, n. 2, p. 783-827, 2009.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. Na integrated framework of corporate Governance and firm valuation. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 249-283, 2006.

BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO Incentives and Earnings Management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n.3, p. 511-529, 2006.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York, NY: Macmillan, 1932.

BERTASSI, A. L. **Controladoria estratégica governamental aplicada ao poder executivo: uma contribuição teórica**. 2016. 232 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Metodista de Piracicaba, São Paulo, 2016.

BHOJRAJ, S. et al. Making Sense of Cents: An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts. **The Journal of Finance**, v. 64, n.5, p. 2361-2388, 2009.

BIDO, D. S.; SILVA, D. martPLS 3: especificação, estimação, avaliação erelato. **Administração: Ensino e Pesquisa**, v.20, n.2, p. 1-31, 2019.

BISPO, O. N. A. **Efeito do gerenciamento de resultados e do excesso de confiança no desempenho econômico das adquirentes em fusões e aquisições**. 2019. 180 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, Minas Gerais, 2019.

BORRALHO, J.; GALLARDO-VÁZQUEZ, D.; HERNÁNDEZ-LINARES, R. Earnings Management in Private Family Versus Non-Family Firms: The Moderating Effect of Family Business Generation. **Spanish Journal of Finance and Accounting**, Working Paper, 2019.

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p. 295-323, 2002.

BÖRTEÇİNE, A. S.; İSMAIL, İ. Corporate and supply chain network governance of third party logistics service providers: Effects on buyers' intention to continue the relationship. **Management & Marketing**, v. 12, n. 2, p. 277-296, 2017.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law Economics & Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BLACK, B. S.; LOVE, I.; RACHINSKI, A. Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. **Emerging Markets Review**, v. 7, n. 4, p. 361-379, 2006.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José A. V. da C. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 25, p. 6-23, jan./abr. 2001.

BRASIL. **Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 25 jul. 2021.

BRASIL. **Lei nº 11.941, de 27 de maio de 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 [...]. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm>. Acesso em: 25 jul. 2021

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 25 jul. 2021.

BREWER, B. L.; ANGEL, R. J.; MAUTZ, R. David Jr. The Proliferation of “Special” Accounting Items: A Threat to Corporate Credibility. **Souy Business Review**; Fall v. 28, n. 1, 2002.

BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate Governance myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2-3, p. 235-245, 2010.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 24, p. 409-434, 2006.

BUCK, T.; FILATOTCHEV, I.; DEMINA, N.; WRIGHT, M. Insider ownership, human resource strategies and performance in a transition economy. **Journal of International Business Studies**, v. 34, n. 6, p. 530-549, 2003.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 54, n. 3, p. 1-31, 2001.

CAIXE, D. F. **Relação dinâmica entre a estrutura de propriedade e controle e o valor de mercado corporativo no Brasil: análise da primeira década do século XXI**. 2012. 138 p. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CANONGIA, Diogo Senna. **Como as empresas brasileiras de capital aberto escolhem sua estrutura de capital?** 2014. (Mestrado e Economia) – Universidade Federal de Juiz de Fora, UFJF. 2014.

CASCINO, S.; PUGLIESE, A.; MUSSOLINO, D.; SANSONE, C. The influence of family ownership on the quality of accounting information. **Family Business Review**, v. 23, n. 3, p. 246- 265, 2010.

CAVALCANTI, Joyce Mariella Medeiros et al. RELEVÂNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DOS CEO's NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS LISTADAS NO IBrX-100 DA BM&FBOVESPA. **Revista PRETEXTO**, v. 19, n. 1, p. 25-42, 2018.

CHAN, Konan; JEGADEESCH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. **Earnings quality and stock returns: the evidence from accruals**. 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=259691>>. Acesso em: 20 jul. 2023.

CHANG, Chingfu; LEE, Alice C.; LEE, Cheng F. Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach. **The quarterly review of economics and finance**, v. 49, n. 2, p. 197-213, 2009.

CHEN, A.; KAO, L.; TSAO, M.; WU, C. Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan. **Corporate Governance**, v. 15, n. 2, p. 251-261, 2007.

CHEN, L. J.; CHEN, S. Y. The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 8, n. 3, p. 121-129, 2011.

CHEN, C. J.; YU, C. M. J. Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. **International Business Review**, v. 21, n. 3, p. 518-534, 2012.

CHEN, Z. **The Choice Between Real and Accounting Earnings Management**. 2009, 90 p. Thesis - The Faculty of the C.T. Bauer College of Business, University of Houston, 2009.

CHI, C.; HUNG, K.; CHENG, H.; LIEU, P. Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. **International Review of Economics and Finance**, v. 36, p. 88-98, 2015.

CHIN, W. W.; MARCOLIN, B. L.; NEWSTED, P. R. A partial least squares latent variable modeling approach for measuring interaction effects: Results from a Monte Carlo simulation study and an electronic-mail emotion/adoption study. **Information systems research**, v. 14, n. 2, p. 189-217, 2003.

CHOY, H. L. Assessing earnings management flexibility. **Review of Accounting and Finance**, v. 11, n. 4, p. 340-376, 2012.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COHEN, J. **Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences**. 2 ed. New York: 1988.

COLMAN, D. L. **Testes empíricos das teorias de pecking order e trade off estático em companhias fechadas brasileiras**. 2014. (Dissertação de Mestrado) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, SP, Brasil, 2014.

COOPER, H. M. Organizando Sínteses do Conhecimento: Uma taxonomia de revisões de literatura. **Conhecimento na sociedade**, v. 1, p. 104-126, 1988.

COPELAND, R. M. Income smoothing. **Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting**, Selected Studies 6 (Supplement), p. 101-116. 1968.

CORRÊA, E. D. L., CASTRO SILVA, W. A., LIMA PINHEIRO, J., & ALVES DE OLIVEIRA MELO, A. Estrutura de propriedade e criação de valor em companhias brasileiras. **Tourism & Management Studies**, v. 11, n. 2, 2015.

- CRONQVIST, Henrik; NILSSON, Mattias. Agency costs of controlling minority shareholders. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, v. 38, n. 4, p. 695-719, 2003.
- CRUZ, A. P. C. D.; CHEROBIM, A. P. M. S.; ESPEJO, M. M. D. S. B. Subvalorização acionária em crises financeiras sob a ótica de teorias de estrutura de capital: um estudo junto às maiores empresas Brasileiras. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, 2011.
- CUPERTINO, C.M. **Anomalia dos Accruals no Mercado Brasileiro de Capitais**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC, 2010.
- CUPERTINO, César M.; MARTINEZ, Antônio L.; COSTA JR., Newton C. A. da. Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. **Research in International Business and Finance**, Ohio, v. 34, p. 309–323, 2015.
- DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; RAJAGOPALAN, N. Governance through ownership: Centuries of practice, decades of research. **Academy of Management Journal**, v. 46, n. 2, p. 151–158, 2003.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DANI, A. C.; PAMPLONA, E.; CUNHA, P. R. Influência da Estrutura de Auditoria, Conselho de Administração e Qualidade da Informação Contábil no Índice Market to Book Value de Empresas Brasileiras Listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 7, n. 2, p. 61-78, 2019.
- DeANGELO, L. Accounting Numbers as market valuation substitutes: A study of managament buyouts of publica stockholders. **The Accounting Review**, v. 61, p. 400-420. 1986.
- DECHOW, P. M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 18, n. 1, p. 3–42, 1994.
- DEFOND, Mark L. Earnings quality research: Advances, challenges and future research. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 50, n. 2-3, p. 402-409, 2010.
- DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. **Journal of political economy**, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DING, Y.; ZHANG, H.; ZHANG, J. Private vs state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. Corporate Governance: **An International Review**, v. 15, p. 223–238, 2007.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate Governance and expected stock returns: Evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERICKSON, M; WANG, S.W. Earnings Management By Acquiring Firms In Stock For Stock Mergers. **Journal of Accounting & Economics**, Massachusetts, v. 27, n. 2, p. 149-176, apr. 1999.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FARAG, H.; MALLIN, C.; OW-YONG, K. Governance, ownership structure, and performance of entrepreneurial IPOs in AIM Companies. **Corporate Governance (Oxford)**, v. 22, n. 2, p. 100-115, 2014.

FILATOTCHEV, I.; JACKSON, G.; NAKAJIMA, C. Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 30, p. 965–986, 2013.

GALDI, Fernando C. **Estratégias de investimento em ações baseadas na análise de demonstrações contábeis: é possível prever o sucesso?** 2008. 119 p. Tese (Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Corporate governance and earnings management: A meta-analysis. Corporate Governance: **An International Review**, v. 17, p. 594–610, 2009.

GAVANA, G.; GOTTARDO, P.; MOISELLO, A. M. Earnings management and CSR disclosure. Family vs. non-family firms. **Sustainability**, v. 9, n. 12, p. 1–21, 2017.

GE, W. **Essays on Real Earnings Management**, McGill University, Montreal, 125 p., 2010.

GERUM, E.; MÖLLS, S. H.; SHEN, C. Corporate governance, capital market orientation and firm performance: empirical evidence for large publicly traded German corporations. **Journal of Business Economics**, v. 88, n. 2, p. 203-252, 2018.

GIL, A. C. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. In: LEAL, R. P. C.; COSTA Jr., N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. **Finanças Corporativas**, São Paulo: Atlas, 2001.

GORDON, M. J. Postulates, principles and research in accounting. **The Accounting Review**, v. 39, p. 251-263, 1964.

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R.; RAJGOPAL, S. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GROSSMAN, S.; HART, O. An analysis of the principal-agent problem. **Econometrica**, v. 51, n. 1, p. 7-45, 1983.

GRZEBIELUCKASA, C. et al. A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 1, n. 1, p. 73-88, 2008.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. McGraw Hill Brasil, 2011.

GUNY, K.A. **What Are the Consequences of Real Earnings Management**. 2005. Thesis - Graduate Division, University of California, Berkeley, 2005.

GUNNY, K. A. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks*. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855-888, 2010.

GUPTA, K.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Is corporate governance relevant during the financial crisis? **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 23, p. 85-110, 2013.

HAIR, J. F. et al. **A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLSSEM)**. Los Angeles: SAGE, 2013.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAIR Jr., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E. **Multivariate Data Analysis**. 8. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2018.

HAIR JR, J. F.; HULT, G. T. M.; RINGLE, C.; SARSTEDT, M. **A primer on partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM)**. Sage Publications, 2014.

HAIR, J. F.; RINGLE, C. M.; SARSTEDT, M. PLS-SEM: Indeed a silver bullet. **The Journal of Marketing Theory and Practice**, v. 19, n. 2, p. 139-152, 2011.

HAIR, J. F.; RISHER, J. J.; SARSTEDT, M.; RINGLE, C. M. When to use and how to report the results of PLS-SEM. **European Business Review**, v. 31, n. 1, p. 2-24, 2019.

HAPSORO, D.; FADHILLA, A. F. Relationship analysis of corporate governance, corporate social responsibility disclosure and economic consequences: empirical study of Indonesia capital market. **South East Asian Journal of Management**, v. 11, n. 2, p. 164-182, 2017.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HEALY, P. M. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, p. 85-107. 1985.

HEALY, P.M.; WAHLEN, J.M. A Review of the Earnings Management Literature. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HEPWORTH, S. R. Periodic Income Smoothing. **The Accounting Review**, v. 28, n. 1, p. 32-39, 1953.

HIGGINS, Huong N. Do stock-for-stock merger acquirers manage earnings? Evidence from Japan. **Journal of Accounting and Public Policy**, Amesterdã, v. 32, n. 1, p. 44-70, 2013.

HO, C. K. Corporate governance and corporate competitiveness: An international analisys. **Corporate Governance**, v. 13, n. 2, p. 211-253, 2005.

HU, H. W.; TAM, O. K.; TAN, M. G. S. Internal governance mechanisms and firm performance in China. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 27, n. 4, p. 727-749, 2010.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIANG, W.; ZHANG, X. M. Effects of Corporate Governance on Accounting Education and Enterprise Value in High-Tech Industry. **Eurasia Journal of Mathematics Science and Technology Education**, v. 14, n. 3, p. 915-922, 2018.

JIRAPORN, P.; DADALT, P. J. Does founding family control affect earnings management? **Applied Economics Letters**, v. 16, n. 2, p. 113-119, 2009.

JOOSTEN, C. **Real Earnings Management and Accrual-Based Earnings Management as Substitutes**. 2012. Thesis (Master thesis in Accountancy) - Tilburg University, Tilburg, 2012.

KANG, S.; SIVARAMAKRISHNAN, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.

KASZNIK, R. On the association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**, v. 37, n. 1, p. 57-81, 1999.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LANZARIN, J. **Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no custo de financiamento da dívida de companhias abertas**. 2017. 92 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Administração) – Universidade Comunitária da Região de Chapecó, Chapecó, 2017.

LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economic**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LEÃO, A. S. B. **Determinantes da governança corporativa no Brasil**. 2010. (Dissertação de mestrado) – Faculdade de Economia e Finanças, Ibmec, Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. 2010.

LOPES, Alexsandro B; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2007.

LOUIS, Henock; SUN, Amy X. Abnormal accruals and managerial intent: evidence from the timing of merger announcements and completions. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 33, n. 3, pp. 1101–1135, 2016.

MA, L.; MA, S.; TIAN, G. Corporate opacity and cost of debt for family firms. **European Accounting Review**, v. 26, n. 1, p. 27-59, 2017.

MADDALA, G. S.; NIMALENDRAN, M. An unobserved component panel data model to study the effect of earnings surprises on stock prices, trading volumes, and spreads. **Journal of Econometrics**, v. 68, n. 1, p. 229-242, 1995.

MAHMOOD, Z.; KOUSER, R.; ALI, W.; AHMAD, Z.; SALMAN, T. Does Corporate Governance Affect Sustainability Disclosure? A Mixed Methods Study. **Sustainability**, v. 10, n. 1, p. 20, Jan 2018.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das Práticas de Governança Corporativa: Um Estudo nas Empresas Registradas na CVM. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 8, n. 3, p. 374-395, 2015.

MARÔCO, J. **Análise de equações estruturais: Fundamentos teóricos, software & aplicações**. 2. ed. Pêro Pinheiro: ReportNumber, 2014.

MARTINS, G. de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINEZ, A.L.; CARDOSO, R.L. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil Mediante Decisões Operacionais. **REAd - Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 1-27, 2009.

MITNICK, B. The theory of agency: The policing ‘paradox’ and regulatory behavior. **Public Choice**, v. 24, n. 1, p. 27-42, 1975.

MOELLER, S. B.; SCHLINGEMANN, F. P.; STULZ, R. M. Firm size and the gains from acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 73, n. 2, p. 201-228, 2004.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315. 1988.

MOURA, G. D.; MACÊDO, F. F. R. R.; MAZZIONI, S.; KRUGER, S. D. Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 15, n. 44, p. 09-23, 2016.

MOURA, G. D., BIANCHET, T. D. S. A., MAZZIONI, S., MACÊDO, F. F. R. R. Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no gerenciamento de resultados. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 27, n. 2, p. 107-126, 2018.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

NAKAMURA, W. T. et al. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro: Análise de Regressão com Paineis de Dados no Período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças da USP**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. In: XXIX ENCONTRO DA ANPAD, 2004, Curitiba-PR. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

NASCIMENTO, J. C. H. B.; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, p. 166-185, 2018.

NASCIMENTO, J. C. H. B. do; MACEDO, M. A. da S. Modelagem de equações estruturais com mínimos quadrados parciais: um exemplo da aplicação do SmartPLS® em pesquisas em Contabilidade. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 3, 2016.

NISIIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. In: Seminários em Administração, 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: XVII SEMEAD, 2014.

NTIM, C.G.; OPONG, K. K.; DANBOLT, J.; THOMAS, D.A. Voluntary corporate governance disclosures by post-apartheid South African corporations. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 13, n. 2, p. 122-144, 2012. KAKABADSE, Andrew; KORAC-KAKABADSE, Nada. Corporate governance in South Africa: evaluation of the King II report (draft). **Journal of Change Management**, v. 2, n. 4, p. 305-316, 2001.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. (Tese de Doutorado) – Universidade de São Paulo. 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PAIVA, I. S.; LOURENÇO, I. C.; DIAS, J. C. Earnings management in family versus non-family firms: the influence of analyst coverage. **Spanish Journal of Finance and accounting/ Revista Española de Financiación y Contabilidad**, v. 48, n. 2, p. 113-133, 2019.

PALHARES, Cláudia Margareth Gomes et al. **Os efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos covenants de debêntures emitidas pelas empresas listadas na bolsa brasileira**. 2018. (Dissertação Mestrado) – Universidade Federal de Goiás, Goiânia, 2018.

PANDA, B.; LEEPSA, N. M. Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. **Indian Journal of Corporate Governance**, v. 10, n. 1, p. 74-95, 2017.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.

PETACCHI, R. Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. **Journal of Accounting & Economics**, v. 59, n. 2-3, p. 143-162, 2015.

PENMAN, Stephen H.; ZHANG, Xiao-Jun. Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 77, n. 2, p. 237-264, 2002.

PRADO, José Willer do. **Determinantes e implicações da estrutura de capital, da estrutura de propriedade e da governança corporativa: um modelo multitéórico de análise**. 2019. 195 p. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, Minas Gerais, 2019.

PRADO, J. W. et al. Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968-2014). **Scientometrics**, v. 106, n. 3, p. 1007-1029, 2016.

PRAZERES, R. V. Relations between ownership concentration and conditional conservatism in brasilian public companies: An analysis using quantile regression. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 6, n. 3, p. 21-35, 2018.

RAJAN, R. G. Presidential address: The corporation in finance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 4, p. 1173-1217, 2012.

RANGAN, S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 101-122, 1998.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAZZAQUE, R.; ALI, M.J.; MATHER, P. Real earnings management in family firms: Evidence from an emerging economy. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 40, p. 237-250, 2016.

RINGLE, C. M.; SILVA, D.; BIDO, D. S. Modelagem de equações estruturais com utilização do SmartPLS. **Revista Brasileira de Marketing**, 13, n. 2, p. 56-73, 2014.

RINGLE, C. M.; WENDE, S.; WILL, A. **SmartPLS 2.0.M3** (versão 2.0 M3 Beta) [Software]. Hamburg: SmartPLS, 2005. Disponível em: <<http://www.smartpls.de/>>. Acesso em: 20 ago. 2019.

RODWELL, M. K. **Social work constructivist research**. London: Routledge. 2015.

RONEN, J.; SADAN, S. Classificatory smoothing: Alternative income models. **Journal of Accounting Research (Spring)**, p. 133-149. Á1975.

ROSS, S. The economic theory of agency: The principal's problem. **American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, Massachusetts, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.

SAHUT, J. M.; MILI, M.; TEKAYAC, S. B.; TEULON, F. Financial Impacts and antecedents of CSR: a PLS Path Modelling Approach. **Economics Bulletin**, v. 36, n. 2, p. 736-751, 2016.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SANTANA, C. V. S.; SANTOS, L. P. G.; JÚNIOR, C. V. O. C.; MARTINEZ, A. L. Sentimento do investidor e gerenciamento de resultado no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 31, n. 83, p. 283-301, 2019.

SANTOS, A.; PAULO, E. Diferimento das Perdas Cambiais Como Instrumento de Gerenciamento de Resultados. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 3, n. 1, p. 15-31, 2006.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. p. 91-102, Dec. 1989.

SHEN, C. -H.; CHIH, H. -L. Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 5, p. 999-1021, 2007.

SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783. 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large shareholders and corporate control. **Journal of political economy**, v. 94, n. 3, Part 1, p. 461-488, 1986.

SILVA, A. C. R. D. **Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2017.

SILVA, S. N. A.; BENEDICTO, G. C. **Relação entre Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados**: um estudo em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. 1. ed. Düsseldorf: NEA, v. 1., 2017.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC-Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2004. DOI: 10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd-Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.

SLOAN, R.G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? **The Accounting Review**, v. 71, n.3, p. 289-315, 1996.

SMITH, A. **The wealth of nations**. Edited by Edwin Cannan, 1904. New York, NY: Modern Library, (1937[1776]).

SPENCE, M.; ZECKHAUSER, R. Insurance, information, and individual action. **America Economic Review**, v. 61, n. 2, p. 380-387, 1971.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p 25-54, 1988.

TAVARES, Vitor Borges; PENEDO, Antônio Sérgio Torres. Desempenho empresarial e níveis de governança corporativa: um estudo longitudinal das empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2001 e 2015. **RAGC**, v. 6, n. 23, 2018.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 63–99, 1998

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

THEISS, V.; BEUREN, I. M. O acionista controlador e a remuneração dos executivos nas empresas listadas na BM & FBOVESPA. **Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa**, v. 13, n. 1, p. 02-13, 2014.

TSHIPA, J.; BRUMMER, L. M.; WOLMARANS, H.; DU TOIT, E. The effect of industry nuances on the relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from South African listed companies. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 21, n. 1, p. 18, Apr 2018.

TSIPOURI, L.; XANTHANKIS, M. Can corporate governance be rated? Ideas based on the Greek experience. **Corporate Governance-an International Review**, v. 12, n. 1, p. 16-28, 2004.

TORRACO, R. J. Escrevendo revisões integrativas da literatura: Diretrizes e exemplos. **Human Resource Development Review**, v. 4, p. 356-367, 2005.

TORRACO, R. J. Writing Integrative Literature Reviews: Using the Past and Present to Explore the Future. **Human Resource Development Review**, v. 15, n. 4, p. 404-428, 2016.

VALLANDRO, L. F. J. **Estrutura de capital**: um estudo empírico sobre a ocorrência de *equity market timing* nas decisões de financiamento das companhias abertas listadas na bolsa de valores de São Paulo. 2009. 161 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo, 2009.

VASILESCU, Camelia; MILLO, Yuval. Do industrial and geographic diversifications have different effects on earnings management? Evidence from UK mergers and acquisitions. **International Review of Financial Analysis**, Dublin, v. 46, pp. 33-45, 2016.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

VILLALONGA, B. Intangible resources, Tobin's Q and sustainability of performance differences. **Journal of Economic Behavior & Organization**, Amsterdam, v. 54, n. 2, p. 205-230, 2004.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

WASSERMAN, N. Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures. **Academy of Management Journal**, v. 49, n. 5, p. 960-976, 2006.

Wiseman, R., & Gomez-Mejia, L. (1998). A behavioral agency model of managerial risk taking. **Academy of Management Review**, 23(1), 133–153.

WHALEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. V. 13, p. 365-383, 1999.

WHETTEN, D. A. O que constitui uma contribuição teórica? **Academy of Management Review**, v. 14, p. 490-495, 1989.

WHITE, G.E. Discretionary accounting decisions and income normalization. **Journal of Accounting Research (Autumn)**, p. 260-273. 1970.

WILSON, R. On the theory of syndicates. **Econometrica**, v. 36, n. 1, p. 119-132, 1968.

WONG, K. K. K. Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) techniques using SmartPLS. **Marketing Bulletin**, v. 24, n. 1, p. 1-32, 2013.

XIE, H. The Mispricing of Abnormal Accruals. **The Accounting Review**, v. 76, n.3, p. 357-373, 2001.

XU, Z. **Three essays on real earnings management** (Doctoral Thesis). Tuscaloosa, AL: The University of Alabama, 2008

ZANG, Amy Y. Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 87, n. 2, p. 675-703, 2012.

ZHANG, H. et al. Ownership structure, diversification, and corporate performance based on structural equation modeling. **Journal of Real Estate Portfolio Management**, v. 22, n. 1, p. 63-73, 2016.

ZHU, Tingting; LU, Meiting; SHAN, Yaowen; ZHANG, Yuanlong Zhang. Accrual-based and real activity earnings management at the back door: Evidence from Chinese reverse mergers. **Pacific-Basin Finance Journal**, Queensland, v. 35 pp. 317–339, 2015.