

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ARIANE FIRMEZA MOTA NASCIMENTO

ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DISCRICIONÁRIO DO GESTOR SOB A
ÓTICA DA TEORIA DO PROSPECTO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA

JOÃO PESSOA – PB

2020

ARIANE FIRMEZA MOTA NASCIMENTO

**ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DISCRICIONÁRIO DO GESTOR SOB A
ÓTICA DA TEORIA DO PROSPECTO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Edilson Paulo

Área de Concentração: Informação Contábil

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos.

JOÃO PESSOA – PB

2020

ARIANE FIRMEZA MOTA NASCIMENTO

**ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DISCRICIONÁRIO DO GESTOR SOB A
ÓTICA DA TEORIA DO PROSPECTO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado do
Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade Federal da Paraíba,
como requisito parcial para a obtenção do título
de Doutora em Ciências Contábeis.

Comissão Examinadora



Prof. Dr. Edilson Paulo
Universidade Federal da Paraíba
(Presidente da Banca)

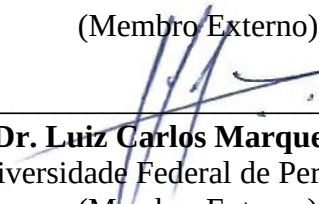
(Assinado digitalmente em 15/06/2020 10:21)

Prof. Dr. Dimas Barrêto de Queiroz
Universidade Federal da Paraíba
(Membro Interno)

(Assinado digitalmente em 16/06/2020 00:30)

Prof. Dr. Wenner Gláucio Lopes Lucena
Universidade Federal da Paraíba
(Membro Interno)

Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues
Universidade de Brasília
(Membro Externo)



Prof. Dr. Luiz Carlos Marques dos Anjos
Universidade Federal de Pernambuco
(Membro Externo)

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

N244a Nascimento, Ariane Firmeza Mota.

ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DISCRICIONÁRIO DO GESTOR SOB A
ÓTICA DA TEORIA DO PROSPECTO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA
/ Ariane Firmeza Mota Nascimento. - João Pessoa, 2020.
133f. : il.

Orientação: Edilson PAULO.

Tese (Doutorado) - UFPB/CCSA.

1. Accruals Discricionários. 2. Gerenciamento de
Resultados por Atividades Reais. 3. Teoria do
Prospecto. 4. Índices de Governança Mundial. 5. Excesso
de Confiança do Gestor. I. PAULO, Edilson. II. Título.

UFPB/BC

**À Maria Graziela, à Maria Ester e ao Gael
por levarem, sobretudo, através do amor,
a nossa história a diante.**

AGRADECIMENTOS

Como em tudo na minha vida, agradeço, em primeiro lugar, a Deus, desde a permissão concedida de ser aprovada na seleção do doutorado, pelo período permanecido nele com saúde e por, agora, chegar à conclusão; tudo no Seu tempo!

Ao meu orientador, Professor Edilson Paulo, eu expresso os mais elevados votos de estima e agradecimentos. Ao mesmo tempo em que é referência na área contábil, é suave, porém, firme; isto, para mim, o torna um grande profissional e ser humano.

Agradeço aos membros da banca examinadora que se dispuseram a examinar o trabalho e contribuir com valiosas considerações, além de tê-los como parte deste trabalho.

Aos amigos do curso de doutorado, sem exceção: Augusto, Emanuel, Evaldo, Fábila, Gilberto, Kléber, Paulo Henrique e Roni; pela amizade que foi essencial ao longo dessa jornada. Digno de destaque, meu amigo Paulo Henrique Parente que esteve, literalmente, do meu lado desde o início; sem você, não teria chegado até aqui. Não posso esquecer do amigo Alan Diógenes Gois (in memorian), que nos deixou precocemente e, apesar de tão jovem, tanto me ensinou.

À equipe de servidores e funcionários do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Especialmente, à Wilma que sempre se mostrou disposta a ajudar-nos ainda que em meio a tantas atribuições.

Terminados os agradecimentos às pessoas que contribuíram diretamente para a consecução deste trabalho, direciono meus agradecimentos às pessoas que contribuíram indiretamente, quiçá, diretamente.

Aos meus pais, Dona Arizinha e Seu Mota, e aos meus irmãos, Daniel e Andréa que são a materialização do amor de Deus na minha vida.

À minha tia Júlia Firmeza, sua dedicação aos estudos é até hoje referência para mim; ao seu esposo (in memorian) e aos seus filhos que são extensão da minha casa.

À família da Monique, que também é minha família, pela constante disposição em ajudar no que fosse preciso. Especialmente, agradeço à Mônica, que me incentiva a ser melhor em tudo que faço, e ao Sr. Epitácio Filho, pelas conversas nos nossos encontros de almoço que contribuíram para nortear algumas ideias deste trabalho.

À Carla Carneiro. Carlinha não mediu esforços para me ajudar com a base de dados dos Estados Unidos, além das nossas conversas sobre a tese, ainda que não fosse da sua área.

Finalmente, chego à Monique Alencar, minha esposa. A deixei no último parágrafo para fechar com “chave de ouro”. Meus maiores agradecimentos a ela que sempre anda de mãos dadas comigo. Monique é pura dedicação à nossa família. Quero te recompensar por todos os minutos que deixei de estar ao teu lado em razão deste e de outros trabalhos; ao mesmo tempo, te peço desculpas por estas ausências físicas, simplesmente, físicas. Obrigada por tudo, meu amor!

RESUMO

O objetivo dessa pesquisa foi verificar o comportamento do gerenciamento de resultados sob aspecto das finanças comportamentais, especificamente a Teoria do Prospecto e o excesso de confiança - com vistas a identificar a tendência à manipulação oportunista. Por meio dos *accruals* discricionários e das decisões operacionais, foram verificados os níveis – moderados e agressivos - de manipulação de resultados contábeis. A amostra é composta por firmas listadas nos mercados de capitais brasileiro e norte-americano, no período de 2010 a 2018. Como métrica do gerenciamento de resultados contábeis, utilizou-se Dechow et. al (2012), já a manipulação das decisões operacionais foi identificada conforme Roychowdhury (2006). Essas três métricas de gerenciamento de resultados por atividades reais foram combinadas em uma única métrica agregada que corresponde à soma dos níveis anormais de fluxo de caixa, de despesas discricionárias e de custos de produção. Os ganhos e as perdas no retorno das ações e a predisposição do gestor ao risco foram utilizadas para analisar a ótica da Teoria do Prospecto, que estabelece relação assimétrica entre o comportamento dos indivíduos frente a ganhos e perdas em situações de risco. A predisposição do gestor ao risco – para gerenciar resultados contábeis - foi analisada por meio dos indicadores de governança mundial, uma vez que tais indicadores refletem a percepção das pessoas e tendem a conduzir ações em relação à iniciativa público e privada. Por outro lado, foi verificado o excesso de confiança dos gestores que pode redirecionar o que propugna a Teoria do Prospecto. A métrica utilizada para tanto, foi o exercício de opções de ações dos gestores, conforme Malmendier e Tate (2005). Por meio das técnicas de regressão múltipla e quantílica, foi verificado o efeito dessas medidas nos vários níveis de gerenciamento de resultados. Em geral, os resultados indicam que, no ambiente brasileiro, o comportamento do gestor no gerenciamento de resultados é condizente com o que propugna a Teoria do Prospecto, uma vez que diante dos ganhos, gestores manipulam os resultados de forma moderada e diante de perdas, de forma agressiva. Os gestores demonstram ter predisposição ao risco à medida que a qualidade regulatória influencia positivamente os níveis mais agressivos dos *accruals* discricionários. No ambiente norte americano, o gerenciamento de resultados por *accruals* apresentou-se influenciado de forma moderada pelos ganhos no retorno das ações e as perdas não exerceram influência nos níveis agressivos de *accruals* discricionários. Por outro lado, a manipulação por atividades reais, é agressiva quando os gestores enfrentam perdas no mercado financeiro. Quando experimentam ganhos, preferem a manipulação das atividades operacionais, de forma moderada, por meio dos fluxos de caixa e dos custos de produção. Desfaz-se, sobretudo, a relação assimétrica, prevista na Teoria do Prospecto, para a manipulação das atividades operacionais por meio dos fluxos de caixa e custos de produção, demonstrando que o excesso de confiança dos gestores pode conduzir o gestor ao gerenciamento de resultados de forma oportunista nessa modalidade. Sob a ótica da Teoria do Prospecto, dá-se destaque à contraposição dos conceitos econômicos que indivíduos devem arriscar enquanto ganho e devem ser contrários quando experimentam perdas, com vistas a identificar a tendência ao gerenciamento de resultados oportunista.

Palavras-chave: *Accruals* Discricionários; Gerenciamento de Resultados por Atividades Reais; Teoria do Prospecto; Índices de Governança Mundial; Excesso de Confiança do Gestor.

ABSTRACT

The work aims to verify the behavior of earnings management in terms of behavioral finance, specifically the Prospect Theory and overconfidence - in order to identify the tendency to opportunistic manipulation. Through discretionary accruals and operational decisions, the levels - moderate and aggressive - of manipulating accounting results were verified. The sample is composed of firms listed in the Brazilian and North American capital markets, in the period from 2010 to 2018. As a metric of earnings management, Dechow et. al (2012), the manipulation of operational decisions was identified according to Roychowdhury (2006). These three metrics of earnings management by actual activities have been combined into a single aggregate metric that corresponds to the sum of abnormal levels of cash flow, discretionary expenses and production costs. The gains and losses on the return of the shares and the manager's predisposition to risk were used to analyze the perspective of the Prospect Theory, which establishes an asymmetric relationship between the behavior of individuals in relation to gains and losses in risk situations. The predisposition of the manager to risk - to manage accounting results - was analyzed through the indicators of global governance, since these indicators reflect the people's perception and tend to lead actions in relation to the public and private initiative. On the other hand, managers' overconfidence was verified, which can redirect what the Prospectus Theory advocates. The metric used for this was the exercise of stock options by managers, according to Malmendier and Tate (2005). Through the techniques of multiple and quantile regression, the effect of these measures on the various levels of earnings management was verified. In general, the results indicate that, in the Brazilian environment, the behavior of the manager in earnings management is consistent with what the Prospectus Theory advocates, since in the face of gains, managers manipulate the results in a moderate way and in the face of losses, aggressively. Managers demonstrate a risk predisposition as regulatory quality positively influences the more aggressive levels of discretionary accruals. In the North American environment, earnings management by accruals was moderately influenced by gains in share returns and losses did not influence the aggressive levels of discretionary accruals. On the other hand, manipulation by real activities is aggressive when managers face losses in the financial market. When they experience gains, they prefer to manipulate operating activities, in a moderate way, through cash flows and production costs. Above all, the asymmetric relationship, foreseen in the theory of prospects, for the manipulation of operating activities through cash flows and production costs is undone, demonstrating that the managers' overconfidence can lead the manager to earnings management in a opportunistic in this modality. From the perspective of the Prospect Theory, emphasis is placed on the opposition of the economic concepts that individuals must risk while gaining and must be opposed when they experience losses, in order to identify the tendency to opportunistic earnings management.

Keywords: Discretionary Accruals; Real Earning Management; Prospect Theory; Wolrdwide Governance Indicators; Manager Overconfidence.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Teoria do Prospecto explicando o gerenciamento de resultados.....	27
Ilustração 2 - O excesso de confiança explicando o gerenciamento de resultados	28
Ilustração 3 - Linha do tempo dos modelos de estimação <i>accruals</i>	57
Ilustração 4 - Quantis de gerenciamento de resultados moderado x agressivo	69

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Teorias e políticas em finanças	37
Quadro 2 - Heurísticas e vieses no processo decisório.....	51
Quadro 3 – Vieses genéricos	52
Quadro 4 - Probabilidade de ganhos e perdas x Gerenciamento de resultados contábeis.....	76
Quadro 5 - Predisposição ao risco do gestor x Gerenciamento de resultados contábeis.....	77
Quadro 6 – Excesso de confiança do gestor x Gerenciamento de resultados contábeis	77
Quadro 7 - Quadro de classificação dos grupos quanto à Teoria do Prospecto: probabilidade de ganhos e perdas.....	77
Quadro 8 - Quadro de classificação dos grupos quanto à Teoria do Prospecto: predisposição ao risco.....	78
Quadro 9 - Quadro de classificação dos grupos quanto ao excesso de confiança.....	78
Quadro 10 – Resumo dos resultados	113

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição da amostra.....	63
Tabela 2 – Estimação dos níveis normais de gerenciamento de resultados	80
Tabela 3 – Análise descritiva das variáveis de pesquisa	81
Tabela 4 - Regressão em MQ3E para o AEM	85
Tabela 5 - Regressão em MQ3E para as modalidades de REM.....	86
Tabela 6 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (AEM).....	89
Tabela 7 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_FCO)	91
Tabela 8 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Dis)	92
Tabela 9 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Pro)	94
Tabela 10 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Agr).....	95
Tabela 11 - Regressão em MQ3E para o AEM	97
Tabela 12 - Regressão em MQ3E para as modalidades de REM.....	98
Tabela 13 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (AEM).....	102
Tabela 14 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_FCO)	103
Tabela 15 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Dis)	104
Tabela 16 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Pro)	105
Tabela 17 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Agr).....	107

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Função hipotética de valor da Teoria do Prospecto.....	42
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AEM - Accruals Earnings Management

CAPM - Capital Asset Pricing Model

CEO – Chief Executive Officer

Cont_Corr – Controle da corrupção

*DAcc_{it} – Accruals discricionários da empresa *i* no tempo *t**

DFC - Demonstração do Fluxo de Caixa

Enforc – Qualidade regulatória

Exc – Excesso de confiança do gestor

Exc_Ret – Excesso de confiança do gestor versus retorno das ações

GAAP - Generally Accepted Accounting Principles

Govern – Efetividade governamental

HME - Hipótese do Mercado Eficiente

IFRS - International Financial Reporting Standards

IPO - Initial Public Offering

LAAD - Lucro Antes dos Accruals Discricionários

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

MQ3E – Mínimos Quadrados de Três Estágios

MTP - Moderna Teoria dos Portfólios

Politic – Estabilidade política

QRPD - Quantile Regression for Panel Data

REM - Real Earnings Management

*REM_Agr_{it} - Gerenciamento de resultados por atividades reais da empresa *i* no tempo *t**

*REM_Dis_{it} – Níveis anormais das despesas discricionárias da empresa *i* no tempo *t**

*REM_FCO_{it} – Níveis anormais de fluxo de caixa da empresa *i* no tempo *t**

*REM_Pro_{it} - Níveis anormais dos custos de produção da empresa *i* no tempo *t**

*Ret_Ações – Retorno das ações da empresa *i* no tempo *t**

Rule_Law – Estado de direito

SEC - Securities and Exchange Commission

TUE - Teoria da Utilidade Esperada

US GAAP - Generally Accepted Accounting Principles in the United States

Voic_Acc – Voz e Transparência

VPL – Valor Presente Líquido

WGI - *Worldwide Governance Indicators*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	18
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA.....	23
1.3 OBJETIVOS	24
1.3.1 Objetivo geral	24
1.3.2 Objetivos específicos.....	24
1.4 JUSTIFICATIVA E MOTIVAÇÃO	25
2 REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1 HIPÓTESES E DECLARAÇÃO DE TESE	27
2.2 FINANÇAS MODERNAS: ARCABOUÇO TEÓRICO.....	31
2.3 TEORIA DO PROSPECTO.....	37
2.3.1 Estudos empíricos baseados na Teoria do Prospecto	42
2.4 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS	44
2.4.1 Fatores supostamente irrelevantes	46
2.4.2 Heurísticas Cognitivas.....	48
2.4.3 Viés do excesso de confiança	52
2.5 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	56
2.5.1 Incentivos para gestores gerenciarem resultados contábeis	56
2.5.2 Gerenciamento de resultados: “bom” ou “ruim”?	60
3 ASPECTOS METODOLOGICOS	61
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	62
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	63
3.3 DEFINIÇÃO E MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS	64
3.3.1 Gerenciamento de resultados contábeis.....	64
3.3.1.1 <i>Modelo de detecção de gerenciamento de resultados por accruals.....</i>	<i>64</i>
3.3.1.2 <i>Modelo de detecção de gerenciamento de resultados por atividades reais (atividades operacionais).....</i>	<i>66</i>
3.3.1.3 <i>Níveis moderados e agressivos de gerenciamento de resultados.....</i>	<i>68</i>
3.3.2 Teoria do Prospecto	69
3.3.2 Excesso de confiança.....	71

3.4 DESENHO DE PESQUISA: PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS PARA TESTE DE HIPÓTESES	72
4 ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	80
4.2 ANÁLISE UNIVARIADA PARA OS MERCADOS BRASILEIRO E NORTE AMERICANO.....	81
4.3 O EFEITO DA PROBABILIDADE DE GANHOS E PERDAS, DA PREDISPOSIÇÃO DO GESTOR AO RISCO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS E POR ATIVIDADES REAIS NO MERCADO BRASILEIRO	84
4.3.1 O efeito observado por meio do modelo de regressão em três estágios (MQ3E)	84
4.3.2. O efeito observado por meio do modelo de regressão quantílica.....	88
4.4 O EFEITO DA PROBABILIDADE DE GANHOS E PERDAS, DA PREDISPOSIÇÃO DO GESTOR AO RISCO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS E POR ATIVIDADES REAIS NO MERCADO NORTE AMERICANO.....	96
4.4.1 O efeito observado por meio do modelo de regressão em três estágios (MQ3E)	96
4.4.2. O efeito observado por meio do modelo de regressão quantílica.....	101
4.5 ANÁLISE DAS HIPÓTESES DE PESQUISA: MERCADO BRASILEIRO x NORTE AMERICANO.....	108
REFERÊNCIAS	118

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A informação é um recurso econômico valioso, (NICHOLSON, 2002), pois, para os economistas, a informação pode ser considerada um fenômeno para reduzir incertezas que envolvem o ambiente econômico e é estudada geralmente em termos de valores de troca (REPO, 1989). Estudar a informação, envolve certa complexidade, uma vez que as análises envolvem critérios tanto objetivos quanto subjetivos e mutáveis ao longo do tempo, do espaço e dos indivíduos. Além de que, observa-se uma série de fatores sociais, econômicos, políticos e comportamentais que fazem os diversos agentes econômicos terem informações diversas, em termos de quantitativos e qualitativos (PAULO, 2007).

Em termos de valor de troca, Scott (2003) explica que, frequentemente, um tipo de mercado (vendedor, por exemplo) conhecerá algo a mais sobre o ativo que está sendo negociado que outro tipo de participante (comprador) que não sabe. Tal situação remete à assimetria informacional que ocorre quando determinado agente presente no ambiente econômico tem melhores informações – diga-se qualquer informação privilegiada, boa ou ruim – sobre o potencial econômico do ativo em relação ao agente.

A assimetria informacional cria o problema da seleção adversa e do risco moral. O primeiro resulta do fato de o gestor possuir informação privilegiada e utilizá-la em detrimento de terceiros. Por outro lado, o problema do risco moral é de que agentes econômicos alterem seu comportamento atual devido a estímulos de diferentes contextos nos quais se encontram as transações econômicas.

Na Teoria Contratual da Firma, a empresa é vista como um conjunto de contratos entre seus diversos participantes; cada contratante contribui com algo para a firma e em troca recebe sua parte no produto criado (WILLIAMSON, 2002). Contratos são entendimentos mútuos, formais ou informais; tanto o aluguel de um condomínio quanto um almoço entre amigos são contratos (SUNDER, 2014). O funcionamento adequado da empresa depende do equilíbrio contratual estabelecido entre as partes. Se uma das partes interessadas na empresa não está satisfeita com os termos de seu contrato, ou com a sua execução, as atividades da empresa podem ser prejudicadas.

No entanto, problemas surgem na prática a respeito da execução e da imposição dos contratos. Segundo Lopes (2012), os contratos apresentam-se em situações de **informação imperfeita** e de **informação incompleta**. Na informação imperfeita, as

regras do jogo são bastante claras e todos as conhecem. No entanto, não se sabe a intenção de todos os participantes da firma. Os conflitos entre contratantes externos e internos à empresa se exacerbam com a contratação de administradores profissionais para gerir a firma, os quais, por conta de assimetria informacional com públicos externos da empresa, podem passar a ter comportamentos e a tomar decisões em detrimento de contratos com tais públicos.

Essa característica das corporações modernas pode fazer surgir conflitos entre proprietários (detentores de ações da firma), na sua função de fornecedor de capitais e administradores (detentores do controle), como executores, agentes, por delegação, das estratégias da firma. Tais conflitos - entre o fornecedor de capital (principal) e o agente que decide sobre a alocação dos recursos - são o cerne das pesquisas que formalizaram a teoria de agência.

A contabilidade, segundo Sunder (2014), tem importante papel na implementação e execução do conjunto de contratos: a) mensurar as contribuições de cada participante; b) mensurar e auxiliar na distribuição dos direitos de cada participante; c) reportar aos participantes informações com relação ao cumprimento dos contratos; d) distribuir informações aos potenciais participantes para manter a liquidez do mercado no qual a empresa capta recursos; e e) distribuir informações como conhecimento comum com a finalidade de reduzir o custo da negociação do contrato.

Assim, um dos principais papéis da contabilidade está na redução da assimetria informacional, minimizando os conflitos de interesses e, conseqüentemente, alinhando a alocação dos recursos disponíveis. Nessa direção, a contabilidade tem incorporado conceitos econômicos às normas contábeis, em busca de explicar as ocorrências no patrimônio sob os preceitos da teoria contábil e da primazia da essência sobre a forma, e efetivar a utilidade da informação contábil.

Com o propósito de aumentar a utilidade da informação contábil, as normas contábeis, sejam *International Financial Reporting Standards* (IFRS), *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (US GAAP) ou outro padrão contábil, têm a função de regular as opções à disposição dos gestores na apresentação das demonstrações contábeis, de modo a permitir maior comparabilidade entre as empresas. Sob tais argumentos, especialmente o de proporcionar maior qualidade à informação contábil, as normas brasileiras de contabilidade convergiram ao padrão internacional (IFRS). A adoção às normas internacionais de Contabilidade é normalmente associada ao aumento da qualidade, sugerindo que a adoção de IFRS produz benefícios significativos

para o mercado de capitais, uma vez que a divulgação em IFRS aumenta a transparência (BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008).

Quando se discute sobre a qualidade da informação contábil, se utiliza como sinônimo a qualidade dos resultados, que é dimensionada a partir de como os relatórios são manipulados. Essa qualidade é um conjunto amplo de dimensões, nas quais se destacam, segundo Dechow, Ge e Schrand (2010) e Giroux (2004), a persistência dos lucros, o conservadorismo e o gerenciamento de resultados.

O gerenciamento de resultados, objeto dessa pesquisa, é um problema real - embora tenha um caminho controverso - que encontra refúgio na flexibilidade das normas e regulamentos contábeis que permitem alternativas distintas para contabilização de um mesmo evento contábil. E mesmo onde a regra é bem definida e regulamentada, é facultado ao gestor escolhas distintas sobre a aplicação das regras. Exemplo clássico está nos critérios alternativos de mensuração dos estoques, que podem conduzir a resultados distintos.

Nestes termos, gestores podem se deparar com situações em que é possível optar entre alternativas de reconhecimento, mensuração e evidenciação de eventos econômicos igualmente válidos; sobretudo, por meio das decisões contábeis e/ou operacionais, o resultado contábil pode ser gerenciado dentro dos “limites” do padrão contábil. No entanto, ao ultrapassar esses limites, tais decisões podem transformar a informação contábil em inverídica, uma vez que têm intenção de distorcer a realidade econômica financeira da empresa (SKINNER; DECHOW, 2000).

Desse modo, quando se foge a um padrão contábil, e embora amparado pela norma, o gerenciamento de resultados, como definido por Healy e Wahlen (1999), ocorre quando gestores usam o julgamento nos relatórios financeiros (*Accruals Earning Management*) e na estruturação de suas transações (*Real Earning Management*) para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados para alterar relatórios financeiros em detrimento de terceiros. Destaque-se que tal julgamento pode ter caráter intencional ou não. Sendo o gerenciamento de resultados efetivado de forma intencional, pode distorcer resultados financeiros em detrimento de terceiros ou ainda promover melhor qualidade àquela informação. Não tendo o viés intencional, decorre de um erro de estimativa.

Em geral, as pesquisas empíricas sobre o gerenciamento de resultados baseadas em *accruals* se concentram em identificar e mensurar a parcela de acumulações que foram gerenciadas – discricionárias e não discricionárias - pelas escolhas contábeis por meio

dos modelos operacionais. Assim, os métodos preferidos para avaliar o comportamento manipulador são baseados em suposições de que *accruals* inexplicáveis por uma projeção linear nas observações do nível da firma (os *accruals* discricionários) representam o gerenciamento explícito dos resultados ou, no mínimo, ganhos de baixa qualidade (LO, 2008; VLADU; AMAT; CUZDRIOREAN, 2017); se voltam a testar hipóteses sobre os incentivos para discricionariedade dos gestores ou fatores institucionais e organizacionais de outros ambientes econômicos.

A literatura apresenta evidências de que os gestores agem de forma oportuna, ou seja, manipulando os resultados contábeis com objetivos diversos, por exemplo: a) aumentar a sua própria remuneração por meio dos planos de bonificações; b) atender a certas restrições presentes nos contratos de dívidas; c) evitar a divulgação de prejuízo contábil; d) impedir a divulgação de lucros menores que os de períodos anteriores; e) atingir as previsões de lucro realizadas por analistas de mercado; f) melhorar o desempenho operacional das companhias em períodos próximos ao lançamento de títulos no mercado (HEALY, 1985; DEFOND; JAMES; JIAMBALVO, 1994; BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; SHIVAKUMAR, 2000; MATSUMOTO, 2002; ROYCHOWDHURY, 2006).

Ainda que não exaustivas as contribuições dos estudos e modelos que buscam identificar a ocorrência de gerenciamento de resultados, uma grande limitação dos modelos é que estes não têm poder preditivo significativo e são, em geral, mal especificados em decorrência de variáveis diversas omitidas (VLADU; AMAT; CUZDRIOREAN, 2017). No entanto, de acordo com Paulo (2007), os erros de predição são importantes para conduzir novos estudos – e a própria teoria – a novas suposições.

Ademais, existem diferenças entre os países em relação aos sistemas contábeis e aos incentivos econômicos, como afirmam Bushman e Smith (2001), inclusive características do ambiente social, legal e político no qual a firma está inserida que afetam as formas de gerenciar resultados e, consequentemente, avaliar a qualidade da informação. A presente ideia não é de criticar modelos existentes que detectam ou não o gerenciamento de resultados contábeis, mas sim verificar o gerenciamento de resultados sob aspectos das finanças comportamentais: teoria do Prospecto e excesso de confiança, questões não observadas na premissa central que é defensora do paradigma da racionalidade em finanças.

No parágrafo inicial, falou-se da árdua tarefa de estudar a informação que envolve critérios tanto objetivos quanto subjetivos em termos de mudanças que ocorrem ao longo

do tempo, do espaço e dos indivíduos. O gerenciamento de resultados tem sido estudado extensamente ao longo do tempo e do espaço e, minimamente, sob a perspectiva do indivíduo.

Esse estudo postula que, entre os incentivos para a discricionariedade dos gestores no gerenciamento de resultados, deve ser observado o comportamento do gestor na ótica da Teoria do Prospecto - probabilidade de ganhos e perdas associados à disposição ao risco – e do viés do excesso de confiança. Isto porque a percepção humana, resultado da experiência e da habilidade pessoal, se torna fundamental em decisões prospectivas (MACRIMMON; WEHRUNG, 1986), apesar de que a mensuração dessa medida é altamente subjetiva e complexa (WOLD, 1985), uma vez que tem predisposição particular de cada decisor. Assim, o comportamento do indivíduo em situações que envolvem risco e os efeitos das ações no futuro são elementos importantes na análise da situação e da decisão do gerenciamento de resultados.

Baseado nessa teoria, pesquisadores têm aplicado extensamente a sua proposição central para investigar decisões de indivíduos sob situação de ganhos e perdas e de risco (GOMES, 2005; KAIRIES-SCHWARZ et al., 2017; LEVY; DE GIORGI; HENS, 2012). Kahneman e Tversky (1979) argumentam que o comportamento das pessoas ao se depararem com a probabilidade dos ganhos e das perdas associados à decisão é assimétrico. Especificamente, as pessoas são menos propensas a apostar em ganhos, estando mais dispostas a apostar em perdas. Assim, os indivíduos estão inclinados a agir de forma conservadora para preservar as situações de ganhos/acertos, sendo provável que apostem quando encontrarem cenários de situações de perda/erros.

Sob a ótica do Prospecto, dá-se destaque à aversão à perda em contraposição aos conceitos econômicos que sustentam que investidores devem arriscar enquanto ganham e devem ser contrários quando perdem. Nessa abordagem, gestores tendem a ser avessos ao risco quando da probabilidade de potenciais acertos ou ganhos e, propensos ao risco quando da probabilidade de possíveis erros ou perdas. A teoria propõe que o efeito – ou a dor - da perda é maior que o efeito – ou a felicidade - do ganho. Na prática, essa teoria pode ser útil na caracterização dos agentes econômicos (como oportunismo ou racionalidade limitada) e nas estratégias que as partes deverão adotar.

Por outro lado, quando empresas desfrutam de ganhos ou sofrem perdas, gestores têm fortes incentivos para gerenciar resultados contábeis. Entre os incentivos para a discricionariedade do gestor nas escolhas contábeis, está o seu envolvimento em apresentar valores maiores (*income increasing*) ou menores (*income decreasing*), visando

aumentar (ou diminuir) o resultado e, conseqüentemente, o retorno das ações, para atingir a previsão de analistas do mercado de capitais. Além disso, seria de se esperar que gestores estariam atentos ao retorno das ações uma vez que a reação do mercado influenciaria a sua remuneração baseada no plano de ações.

Nesse contexto, gestores seriam agressivos em suas decisões (gerenciariam resultados contábeis ativamente) na ordem de preservar ganhos ou apostar nas perdas no retorno das ações, sendo propensos ao risco em suas decisões. Considerando que o excesso de confiança reflete decisões e julgamentos excessivamente otimistas, gestores estariam confiantes de suas habilidades ou mesmo que suas ações não serão percebidas pelos participantes dos mercados.

Propõe-se verificar o comportamento dos gestores nas práticas de gerenciamento de resultados quando experimentam ganhos ou perdas no mercado de capitais, seguindo o argumento da Teoria do Prospecto de relação assimétrica entre esse comportamento observado e a situação de risco. Ademais, gestores excessivamente confiantes tendem a incorrer no gerenciamento de resultados de forma oportunista.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Argumenta-se, com base na Teoria do Prospecto, que o gestor tende a ser avesso/conservador nas suas decisões - no caso, na decisão de gerenciar resultados - quando da probabilidade de ganhos e, propenso/agressivo quando da probabilidade de perdas. Além disso, o gerenciamento de resultados pode ser considerado uma estratégia de baixo risco ou de alto risco diante da perspectiva do gestor (LI; HWANG, 2017). Especificamente, pode ser uma estratégia de baixo risco se os agentes se utilizarem das práticas de gerenciamento de resultados menos agressivas para atender às expectativas do mercado em relação aos lucros ou para superar as previsões dos analistas. Por outro lado, tal comportamento pode ser um empreendimento de alto risco se utilizarem de técnicas agressivas de modo a distorcer a realidade financeira da firma; a literatura propugna que o gerenciamento de resultados agressivo ou anormal tem o viés oportunista.

Sob duas abordagens importantes das finanças comportamentais - Teoria do Prospecto e excesso de confiança - postula-se que indivíduos revelam comportamento de aversão ou propensão ao risco nas tomadas de decisão e no julgamento. Nessa direção, acredita-se que gestores, ao enfrentarem possíveis ganhos e perdas no mercado de capitais, podem desenvolver comportamentos que afetam os níveis do gerenciamento de

resultados que podem ser explicados pela situação de risco que o indivíduo se encontra, além do seu excesso de confiança. Nessa direção, com vistas a identificar o comportamento discricionário do gestor no gerenciamento de resultados contábeis, questiona-se:

Qual o efeito dos ganhos e das perdas, da predisposição do gestor ao risco e do excesso de confiança no gerenciamento de resultados contábeis?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo central desta pesquisa é verificar como gestores, frente à probabilidade de ganhos e perdas, à predisposição ao risco e ao excesso de confiança, se comportam no gerenciamento de resultados contábeis – agressivo ou moderadamente.

1.3.2 Objetivos específicos

Consoante ao objetivo geral deste trabalho, foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- Analisar o gerenciamento de resultados por *accruals* das companhias abertas no Brasil e nos Estados Unidos frente à probabilidade de ganhos e perdas, considerando a predisposição do gestor aos fatores de risco (governança) do país e ao excesso de confiança do gestor.
- Analisar o gerenciamento de resultados por decisões operacionais das companhias abertas no Brasil e nos Estados Unidos frente à probabilidade de ganhos e perdas, considerando a predisposição do gestor aos fatores de risco (governança) do país e ao excesso de confiança do gestor.
- Verificar o efeito do excesso de confiança do gestor nos níveis moderados e agressivos do gerenciamento de resultados contábeis das companhias abertas no Brasil e nos Estados Unidos.

1.4 JUSTIFICATIVA E MOTIVAÇÃO

São várias as contas envolvidas no Balanço Patrimonial e na Demonstração de Resultados que podem ser usadas para manipular os números finais da receita e do lucro. Além disso, tais manipulações acabam sendo respaldadas pela norma contábil. Ainda assim, quando o gerenciamento de resultados é detectado, resta ainda o questionamento se este se trata de uma manipulação deliberada ou decorrente de erro de estimativa. Nessa direção, destaca-se a relevância de introduzir a perspectiva comportamental do gestor nos estudos de gerenciamento de resultados; perspectiva esta pouco explorada na literatura do tema.

Os trabalhos seminais de gerenciamento de resultados de Healy (1985), McNichols, Maureen e Wilson (1988) e Jones (1991), experimentam modelos com vistas a detectar as acumulações (*accruals*) decorrentes de escolhas contábeis: diferenças existentes entre os efeitos dos registros dos fatos econômicos pelo regime do fluxo de caixa e do registro de competência. Por meio dessas acumulações, é possível mensurar a performance das empresas (lucro), em detrimento das flutuações existentes no fluxo de caixa operacional. Por sua vez, o regime de competência requer que sejam realizadas diversas estimações e julgamentos que podem aumentar ou reduzir o resultado contábil das firmas (DECHOW; DICHEV, 2002).

Em seguida, os autores verificaram que o gerenciamento de resultados pode também ocorrer por meio da manipulação das atividades operacionais e não apenas pelas escolhas contábeis. Assim, gestores manipulam as atividades operacionais por meio de decisões discricionárias, tais como, a concessão de descontos para aumentar, por exemplo, temporariamente as vendas, a superprodução para reportar um custo menor dos produtos vendidos e a redução de despesas discricionárias (despesas gerais e administrativas).

Apesar de o grande número de artigos que pretendem identificar técnicas para avaliar as práticas de gerenciamento de resultados usados pelos gestores, as pesquisas não são unânimes em discorrer se tais práticas efetivamente incorrem na manipulação de resultados contábeis oportunista, utilizado em detrimento de terceiros..

Em média, os resultados revelam que os níveis de gerenciamento de resultados praticados não são prejudiciais (JIRAPORN et al., 2008). Outros pesquisadores, por sua vez, afirmam que o gerenciamento de resultados é imoral mesmo quando não envolve fraude (BRUNS; MERCHANT, 1990; SHAFER, 2002; CARPENTER; REIMERS;

TINA, 2005). Existem, portanto, linhas que atribuem ao gerenciamento de resultados o aumento no conteúdo informativo da contabilidade, enquanto outras atribuem uma redução na busca da qualidade informacional.

Como dito, o gerenciamento de resultados contábeis pode ser uma estratégia de baixo risco ou de alto risco na perspectiva dos gestores. Segundo Li e Hwang (2017), essa prática pode ser uma estratégia de baixo risco se gestores planejarem atender às expectativas do mercado, prever fluxos de caixa futuros, com vistas a aumentar o conteúdo das informações para o desempenho dos lucros atuais. Por outro lado, tal comportamento poderia ser um empreendimento mais arriscado se os gestores da empresa previssem que seriam penalizados quando as atividades de gerenciamento de resultados fossem utilizadas em detrimento de participantes do mercado de capitais.

Diferente da abordagem tradicional, na qual indivíduos na perspectiva de ganhos arriscam mais, a Teoria do Prospecto, proposta de Kahneman e Tversky (1979), afirma que indivíduos são mais agressivos em suas decisões quando estão diante da probabilidade de perdas, enquanto serão mais conservadores quando na perspectiva dos ganhos. Acredita-se, por outro lado, que esse comportamento não será evidente na perspectiva de gestores excessivamente confiantes, uma vez que confiam excessivamente em suas habilidades ou simplesmente acreditam que suas ações não serão percebidas pelo mercado. Nesse caso, as ações dos gestores podem revelar uma tendência ao gerenciamento de resultados que visa distorcer a realidade dos fatos (SCHRAND; ZECKMAN, 2012).

O *Public Oversight Board* (Conselho de Supervisão Pública) (2000) observou que o termo gerenciamento de resultados abrange uma ampla variedade de ações legítimas e ilegítimas da administração que afetam ganhos/lucros e perdas/prejuízos das firmas. E, embora todas as definições existentes possam fazer uma distinção importante, elas destacam recursos comuns das práticas de manipulação de lucros. Essa relação, independente da direção, se relaciona com o risco inerente às decisões.

A contribuição desta tese está na busca de evidenciar características individuais dos gestores, considerando a perspectiva da Teoria do Prospecto e do excesso de confiança – nas decisões de gerenciamento de resultados. Tendo em vista o contexto anterior, tal evidência pode contribuir para as pesquisas de gerenciamento de resultados à medida que revela a tendência dos níveis de gerenciamento para o viés oportunista e intencional.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

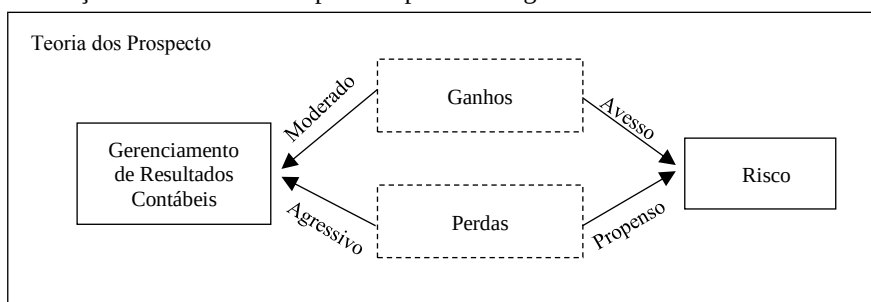
2.1 HIPÓTESES E DECLARAÇÃO DE TESE

Na perspectiva da Teoria do Prospecto, na ordem de preservar ganhos no retorno das ações, gestores seriam moderados nas práticas de gerenciamento de resultados, ao mesmo tempo que seriam avessos ao risco. Por outro lado, gestores seriam agressivos nas práticas de gerenciamento de resultados quando experimentarem perdas nos retornos das ações.

Um comportamento diferente do proposto na Teoria do Prospecto, ou seja, um comportamento simétrico, é consistente com o viés comportamental do excesso de confiança. Assim, se o comportamento diferente do previsto na Teoria do Prospecto não se evidencia, como observado na literatura de gerenciamento de resultados, uma vez que gestores frente a ganhos e perdas têm mais incentivos para gerenciar resultados, acredita-se ser em razão do excesso de confiança dos gestores, por confiarem excessivamente em suas habilidades ou simplesmente pelo fato dessas práticas não serem percebidas pelo mercado.

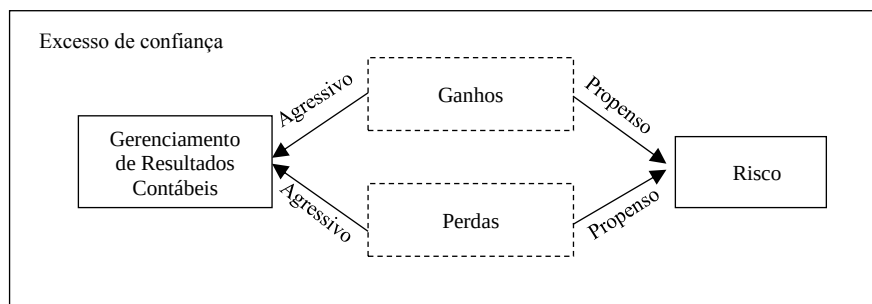
Ademais, os níveis de gerenciamento de resultados seriam relativamente maiores (mais agressivos) se efetuados por gestores excessivamente confiantes de que o desempenho futuro cobriria a reversão ou que o gerenciamento não seria detectado. A descrição gráfica desse contexto e as hipóteses previstas a seguir podem ser encontradas nas Ilustrações 1 e 2.

Ilustração 1 - Teoria do Prospecto explicando o gerenciamento de resultados



Fonte: Elaboração própria

Ilustração 2 - O excesso de confiança explicando o gerenciamento de resultados



Fonte: Elaboração própria

Como provável resposta ao problema de pesquisa tem-se que o grau do gerenciamento de resultados depende da probabilidade dos ganhos e perdas associados à preferência do gestor pelo risco. Ademais, o comportamento observado pode ser explicado pelo excesso de confiança do gestor. Para tanto, essa resposta se fundamenta nos estudos que verificaram o gerenciamento de resultados sob o ponto de vista da Teoria do prospecto e do excesso de confiança do gestor.

Inicialmente, com base na Teoria do Prospecto, para determinar uma posição de perda, um ponto de referência é estabelecido, por exemplo, o estado original de riqueza do indivíduo. Assim, indivíduos prefeririam sacrificar ganhos potenciais, em um esforço para manter seu estado original de riqueza, que, por sua vez, se torna o limite no qual o sucesso é medido. Isso demonstra como os pontos de referência são importantes para gestores tomarem decisões. Consequentemente, é natural que as partes interessadas, como investidores, analistas, bancos e credores, utilizem limites (pontos de referência) como forma de julgar e recompensar o desempenho da administração. O resultado final é que os gestores também se concentram em limites como ganhos positivos e consistentes, bem como nas previsões dos analistas, quando se reportam às partes interessadas.

Diferente dos estudos sobre gerenciamento de resultados, constrói-se o argumento de que os níveis de gerenciamento de resultados podem ser explicados pela Teoria do Prospecto. Dado que um gestor reúne todos os seus esforços para aumentar o lucro operacional da firma e considerando que o retorno das ações representa o fluxo de caixa esperado potencialmente ganho, tem-se a primeira hipótese de pesquisa:

Hipótese 1: Gestores decidem gerenciar moderadamente (agressivamente) os resultados frente à probabilidade de ganhos (perdas) uma vez que são avessos (propensos) ao risco.

Os executivos das empresas têm incentivos para administrar os lucros reportados e essas atividades tendem a gerar reações no mercado. Investidores, por sua vez, podem preferir investir em empresas com lucros estáveis, conseqüentemente, a literatura indica que gestores podem manipular resultados com vistas a evitar surpresas nos lucros e manter a estabilidade dos ganhos (PAYNE; ROBB, 2000; BROWN, 2001; BURGSTAHLER; EAMES, 2006).

Nessa direção, a literatura sugere que empresas com padrões de ganhos crescentes têm índice preço-lucro significativamente mais altos (BARTH; ELLIOTT; FINN, 1999) e desfrutam de retornos anormais economicamente significativos (PUDUDU; VILLIERS, 2016). Ademais, é uma prática predominante incluir bônus de desempenho e incentivos baseados em ações em contratos executivos; os incentivos baseados em ações tornaram-se um componente popular que acaba por estimular a prática de gerenciamento de resultados com vistas ao pacote de remuneração do CEO (*Chief Executive Officer*) (BRICK; PALMON; WALD, 2006; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007; ABOODY; JOHNSON; KASZNIK, 2010), o que pode estimular a manipulação de resultados.

Observado o efeito da probabilidade dos ganhos e perdas da firma nos níveis de gerenciamento de resultados, verifica-se esse efeito e a predisposição do gestor, frente a fatores do ambiente institucional, para incorrer no gerenciamento de resultados. Esse comportamento em situação de risco também é proposto pela Teoria do Prospecto, quando gestores podem desenvolver atitude de aversão ou propensão ao risco devido aos retornos altos e positivos ou baixos e negativos das ações.

Neste sentido, Lobo et al. (2011) corroboram que as finanças comportamentais dão destaque à aversão à perda na probabilidade de ganhos - em contraposição aos conceitos econômicos que sustentam que os investidores devem arriscar enquanto ganham e devem ser contrários ao risco quando perdem. De acordo com os autores, a aversão à perda é um dos mais importantes conceitos trabalhados pelas Finanças Comportamentais que pode explicar a assimetria observada.

Por outro lado, verifica-se se o excesso de confiança, *ceteris paribus*, pode ajudar a explicar a discrepância que possa vir a ser observada entre o que propugna a Teoria do Prospecto e as teorias modernas de finanças. Hribar e Yang (2016) argumentam que o excesso de confiança afeta as decisões dos gestores ao gerenciar resultados contábeis. Para evitar surpresas nos lucros, surpresas estas que afetam negativamente a percepção no mercado de ações, gestores se inclinam a gerenciar resultados para atingir ou superar

as previsões (SKINNER; DECHOW, 2000; KINNEY; BURGSTAHLER; MARTIN, 2002; SKINNER; SLOAN, 2002).

Ademais, a literatura remete à relação do excesso de confiança com maior engajamento no gerenciamento de resultados contábeis, seja por *accruals* ou por decisões operacionais. Banerjee et al. (2018) encontraram evidências de que gestores com excesso de confiança têm a maior probabilidade de serem envolvidos em ações/divulgações imprudentes/intencionais que dão origem às ações de litígio do mercado de valores mobiliários, independente da experiência de ganhos ou perdas.

Na mesma direção, Schrand e Zechman (2012) verificam que o excesso de confiança dos gestores executivos é consistente com a probabilidade de superestimar os ganhos, o que leva ao caminho *crescente* de distorções intencionais em empresas sujeitas aos “comunicados de execução contábil e de auditoria” da SEC - *Securities and Exchange Commission*. No mercado financeiro egípcio, também há evidências de que o excesso de confiança dos gestores afeta positivamente o gerenciamento de resultados contábeis tanto por *accruals* como por atividades operacionais, uma vez que gestores usam em conjunto os dois tipos de gerenciamento (ZAHER, 2019).

Na hipótese do excesso de confiança de Malmendier e Tate (2008), a tomada de decisão sob situação de risco implica dizer que gestores podem ser excessivamente confiantes em sua capacidade de prever os movimentos futuros de mercado ou mesmo “fazer vista grossa” para tal risco. Isto pode ser explicado sob a perspectiva do risco moral, em que o indivíduo altera sua postura diante do contexto institucional apresentado. Nessa direção, tem-se a segunda hipótese de pesquisa.

Hipótese 2: Gestores decidem gerenciar agressivamente os resultados frente à probabilidade de ganhos e perdas, uma vez que são excessivamente confiantes.

Por fim, com base na literatura, nas hipóteses e nos argumentos precedentes, definiu-se a seguinte declaração de tese:

As práticas de gerenciamento de resultados podem ser explicadas pelo que propugna a Teoria do Prospecto, indicando quando há tendência ao comportamento oportunista do gestor.

2.2 FINANÇAS MODERNAS: ARCABOUÇO TEÓRICO

As finanças modernas, taxonomia utilizada por Haugen (1999) surgiram entre o final da década de 1950 e início da década de 1960, alterando as formas de avaliação nas decisões de investimentos preconizada pelos modelos anteriores (ANACHE; LAURENCEL, 2013). As finanças modernas formam um corpo composto por vários aportes teóricos, dentre as quais destacam-se a Moderna Teoria dos Portfólios (MTP), proposta por Markowitz (1952, 1959), o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), desenvolvido inicialmente por Sharpe (1963, 1964) e a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), proposta por Fama (1970). Todas estas teorias e hipóteses têm base na Teoria Econômica Neoclássica e na matematização, estruturada com base na Teoria da Utilidade Esperada (TUE), sem vieses acerca do futuro e considerando agentes econômicos capazes de decidir com exatidão e com racionalidade ilimitada, ignorando aspectos psicológicos do comportamento humano perante decisões de incerteza (THALER, 1999).

Evidências surgidas nos trabalhos desenvolvidos na época conduzem até hoje as pesquisas em finanças contemporâneas. Indiscutivelmente, os trabalhos de Markowitz (1952, 1959), Sharpe (1963, 1964) e Fama (1970) foram marcantes nos estudos de finanças e, mesmo com críticas que receberam, foram os melhores que explicaram os fenômenos que se propuseram explicar.

a) Moderna Teoria dos Portfólios

Os trabalhos de Markowitz acerca da Teoria dos Portfólios ou da carteira levam até hoje os conceitos utilizados nos estudos sobre risco e retorno, e surgiram da necessidade de criar uma regra prática para investidores racionais alocarem seus recursos em carteiras de investimentos. Na época, o risco de um ativo financeiro era medido pelo desvio-padrão individual do ativo e o principal achado tem relação com a diversificação desse risco que reduz o risco de ativo, ou seja, o risco do ativo medido isoladamente é diferente de quando incluído numa carteira (combinação de ativos). A teoria apresentou que, na medida que um investidor diversifica sua carteira, incluindo ativos com correlação negativa, ele consegue reduzir ou até eliminar (conforme a teoria) o risco não sistemático.

Em geral, segundo Assaf Neto (2007), a Teoria de Markowitz, assim também chamada, pode ser categorizada em três grandes fases:

- (i) Análise de títulos – traz fundamentos de avaliação de ativos, em que os valores dos títulos são encontrados descontando-se fluxos de caixas futuros a uma taxa de atratividade;
- (ii) Análise de carteiras – projeta valores esperados e o risco de uma classe de ativos;
- (iii) Seleção de carteiras – estuda a melhor combinação de ativos e sugere a alocação de ativos dentro de uma carteira para que o investidor maximize sua satisfação.

A seleção dos ativos dependeria dos graus de aversão ao risco dos investidores, que passariam a escolher suas carteiras ao longo de uma região chamada “fronteira eficiente”, onde se encontram os ativos (ou carteiras de ativos) que “dominam” os demais, com os melhores retornos para cada nível de risco (“portfolios” eficientes).

A fronteira eficiente, da Teoria de Markowitz, poderia ser obtida representando-se, num gráfico de retorno esperado *versus* desvio-padrão, todas as combinações de ativos e reconhecendo que os investidores são racionais, ou seja, sempre preferirão mais riqueza a menos riqueza, para o mesmo nível de risco (LENCIONE, 2005). Mais tarde, Tobin (1958) inseriu o conceito de taxa livre de risco. Tal taxa encontra-se no nível de risco zero e a melhor decisão de cada investidor será a de quanto de sua renda alocar entre ativos arriscados e livres de risco. Surge uma nova fronteira eficiente, constituída pela reta que vai da taxa livre de risco e é tangente à antiga fronteira eficiente de Markowitz, representando todas as combinações de alocação da renda entre a taxa livre de risco e a carteira de ativos arriscada, que domina outras carteiras arriscadas na fronteira eficiente.

Havia duas grandes dificuldades: o volume de cálculos necessários para se chegar à fronteira eficiente de Markowitz e o fato de que o modelo geral da teoria era aplicado à diversificação de ativos de uma carteira e à sua composição, mas não à precificação de um ativo.

b) Modelo de Precificação de Ativos - CAPM

O modelo de precificação de ativos de capital, o *Capital Asset Pricing Model* – CAPM foi desenvolvido simultaneamente por Sharpe (1963), Lintner (1965) e Mossin (1966) para dimensionar o risco e o retorno e seus reflexos sobre a taxa de retorno esperada de um investimento. De acordo com o modelo, o único risco que é

recompensado em um mundo racional é o grau em que o retorno de uma ação está correlacionado com o resto do mercado.

Inicialmente, como visto na Teoria de Markowitz, uma carteira composta por um grupo de ações altamente arriscadas cujos preços oscilam muito, a própria carteira não será especialmente arriscada se os movimentos de preço de cada uma das ações componentes forem independentes de um dos outros, porque as oscilações vão, em média, ser anuladas. Mas se os retornos das ações estiverem correlacionados positivamente, o que significa que eles tendem a subir e descer juntos, então uma carteira de ações voláteis continua a ser bastante arriscada; os benefícios da diversificação conferidos pela posse de uma carteira de ações não são tão grandes.

Assim, de acordo com o CAPM, a medida correta do risco de uma ação está relacionada a sua correlação com o resto do mercado, uma medida que é chamada de “beta”. Basicamente, se uma ação tiver uma versão beta de 1,0, seus movimentos são proporcionais ao mercado global. Se uma ação tiver um beta de 2,0, quando o mercado subir ou descer 10%, a ação individual (em média) aumentará ou diminuirá em 20%. Uma ação que é completamente não correlacionada com o mercado tem um beta de zero. A simplicidade do modelo consiste na relação linear positiva existente entre o risco (não diversificável) e a rentabilidade. Além disso, é somente o risco de mercado o responsável por afetar o retorno.

Os investidores, baseados nos seus diferentes graus de aversão ao risco, poderiam determinar suas carteiras ótimas por meio da superposição das curvas da indiferença formadas pelas combinações de ativos com risco e de ativos livre de riscos. Um investidor com forte aversão ao risco poderia concentrar suas aplicações no ativo livre de risco, colocando apenas uma parcela da carteira no mercado, já um investidor propenso ao risco, poderia posicionar seus investimentos tomando recursos a taxas livres de risco e aplicando-os integralmente na carteira de mercados.

A Hipótese do Mercado Eficiente poderia ser conciliada com esse resultado se as ações com betas altos fossem mais arriscadas de acordo com o CAPM, e as ações “vencedoras”, que obtiveram retornos mais altos, tivessem betas baixos, o que significa que eram menos arriscadas. Thaler (2016) encontrou padrão oposto. Por exemplo, nos testes realizados com portfólios de “vencedor” e “perdedor” com base em “períodos de formação” de três anos e seguidos de “períodos de teste” de três anos, o beta médio para as ações vencedoras era de 1,37 e para as ações perdedoras era de 1,03. Então, as “vencedoras” eram na verdade mais arriscadas do que as “perdedoras”. Teria que se

mostrar que o portfólio perdedor era o mais arriscado. O mesmo seria verdadeiro para os indicadores preço/lucro, preço da ação/valor contábil. Seja qual foi a medida usada, as "ações de valor" superaram "ações de crescimento" e, contestando a HME, as ações de valor também eram menos arriscadas, conforme apontado pelo beta.

De acordo com Thaler (2016), Fama e French (1993) começaram a publicar uma série de artigos documentando que tanto as ações de valor quanto as ações em crescimento, de pequenas empresas, realmente geravam retornos mais altos do que o previsto pelo CAPM. Em 1996, eles declararam oficialmente que o CAPM estava morto, em um artigo com o provocativo título “O CAPM é procurado, morto ou vivo”.

Enquanto Fama e French estavam prontos para declarar o CAPM morto, eles não estavam prontos para abandonar a eficiência do mercado. Em vez disso, eles propuseram o Modelo Fama-French de três fatores, no qual, além do beta tradicional, dois fatores explicativos extras foram adicionados para racionalizar os altos retornos anômalos para as pequenas empresas e as ações de valor. Fama e French (1993) mostraram que os retornos das ações de valor estão correlacionados, o que significa que uma ação de valor tenderá a se dar bem quando outras ações de valor estiverem indo bem, e o mesmo vale para ações de pequenas capitalizações. Mas Fama e French foram francos em admitir que eles não tinham nenhuma teoria para explicar porque tamanho e valor deveriam ser fatores de risco. Ao contrário do modelo de precificação de ativos de capital, que pretendia ser uma teoria normativa dos preços de ativos baseada no comportamento racional dos investidores, não havia razão teórica para acreditar que tamanho e valor deveriam prever retornos. Esses fatores foram usados porque a pesquisa empírica mostrou que eles importam. Até hoje, não há evidências de que uma carteira de pequenas empresas com ações em menos valorizadas seja observavelmente mais arriscada do que uma carteira de grandes ações.

Posteriormente, Fama e French (2015) anunciaram um novo modelo de cinco fatores (beta, mercado, tamanho, valor e rentabilidade). Os novos fatores envolvem a lucratividade de uma empresa (que prevê altos retornos) e capta quão agressivamente uma empresa investe (o que prediz baixos retornos). Ademais, os modelos evoluíram de um fator para um modelo de cinco fatores, e muitos praticantes acrescentariam um sexto fator: o momento. As empresas que se saíram bem nos últimos seis a doze meses tendem a continuar se saindo bem nos próximos seis a doze meses. Ainda que existam cinco ou seis fatores, Thaler (2016) acredita que em um mundo racional, o único fator que

importaria é o primeiro, é o antigo beta, e ele está morto. Os outros fatores, no mundo do *homo economicus*, seriam supostamente irrelevantes.

c) Hipótese do Mercado Eficiente (HME)

Segundo a teoria da eficiência de mercado, de Fama (1970), os preços de um ativo devem sempre refletir plenamente todas as informações disponíveis. Pressupõe-se que num mercado eficiente, informações relevantes não são capazes de mudar a expectativa dos investidores em relação a ganhos futuros e, conseqüentemente os preços das ações não sofrem impacto. Tal fenômeno respaldou-se no fato de que a ação incorpora instantaneamente todas as informações disponíveis que a influenciam no momento.

O autor categorizou o mercado a partir de sua “eficiência” em reconhecer ou reagir a essas informações: na sua forma fraca, toda a informação relevante é refletida no preço da ação e está contida apenas em seus preços históricos; na forma semiforte, os preços refletem plenamente, não apenas os preços históricos, mas também toda informação pública relevante; e na forma forte, os preços refletem todas as informações, públicas ou privadas.

Ao compor portfólios ou ao formular estratégias de negociação, investidores racionais tomam suas decisões com base nas informações contábeis e financeiras que o mercado financeiro disponibiliza. Analistas de mercado, por exemplo, frequentemente lançam recomendações de compra ou venda, as quais são percebidas como fontes de valor de investimento. Segundo Arun, Shankaran e Jayadev (2016), tais recomendações ganham destaque quando da publicização de informações contábeis e das recomendações dos analistas financeiros desempenham acerca da volatilidade dos preços dos ativos. Ocorre que os preços desses ativos reagem rapidamente à informação disponível, antes mesmo de se tornar pública, o que demonstra que agentes detêm informações relevantes antes de se tornarem públicas.

A HME enfatiza que nenhum investidor, apropriando-se de informações, é capaz de alcançar ganhos excedentes. Pautados nessa premissa, Ljungqvist, Marston e Wilhelm (2005) alegaram que as recomendações dos analistas não possibilitaram a obtenção de retornos anormais. Estes teóricos constataram que recomendações mais ousadas dos analistas ou mudanças favoráveis de recomendações não acarretariam um aumento na probabilidade de ganhos anormais.

Aldrighi e Milanez (2005) sintetizaram as hipóteses em que a teoria se utiliza para explicar o que propugna:

- I. Concorrência perfeita: há participantes em número suficiente nos mercados de ativos financeiros para impedir que a decisão isolada de um deles afete os preços;
- II. Os investidores têm preferências estáveis, formam expectativas racionais e maximizam a utilidade esperada;
- III. As expectativas dos investidores são homogêneas, uma vez que são racionais e detêm as mesmas informações;
- IV. Novas informações sobre ativos financeiros surgem aleatoriamente, ensejando ajustes imediatos nos portfólios dos investidores;
- V. Não há fricções: os ativos são homogêneos, divisíveis e não envolvem custo de transação;
- VI. Os agentes são capazes de processar de maneira ótima todas as informações disponíveis.

Sob esses pressupostos prevalece o modelo do passeio aleatório (*random walk model*): mudanças de preços nos ativos financeiros são imprevisíveis e independem de preços passados (CUNNINGHAM, 1994), uma vez que a esses ativos somente são incorporadas informações disponíveis sobre o seu valor de fundamento. Assim, mudanças nos preços ocorrem quando novas informações estão disponíveis e afetam as expectativas de risco e retorno e liquidez do ativo. Sendo aleatórias, apenas aspectos relacionados a questões tributárias seriam previsíveis, podendo explicar, por exemplo, o efeito janeiro.

Não justificaria dedicar esforços para obter retornos acima da média, quando informações já estariam incorporadas aos preços das ações (FAMA, 1970); e a suposição de que ações são as mesmas para todos os usuários descarta a possibilidade de ganhos extraordinários. Somente quando algum investidor obtivesse informações privilegiadas é que se poderia contrariar essa expectativa. Exceto neste caso, seria mais apropriado que se mantivesse por um longo período um portfólio diversificado de ações.

Outras tantas teorias e políticas (relacionadas a estudos e testes específicos dessas teorias) incrementaram as pesquisas em finanças. Especialmente, a Contabilidade utilizou-se dessas pesquisas para explicar alguns de seus fenômenos. Praticamente, reformulou-se e harmonizou-se todo o padrão nacional diante de algumas anomalias no mercado financeiro que envolviam questões contábeis: fraudes contábeis e escândalos corporativos.

A seguir, a linha do tempo das teorias e das políticas em finanças busca demonstrar a evolução dos estudos e as tendências frente às frustrações e críticas levantadas que têm implicações na informação contábil.

Quadro 1 - Teorias e políticas em finanças

Teoria da Utilidade Esperada: Von Neumann e Morgenstern (1944) Teoria de mercado eficiente: Fama (1970, 1976, 1991) revisa a teoria e a evidência empírica. Jensen (1978) provê uma revisão de algumas anomalias, Schwert (1983) pesquisa as anomalias relacionadas ao tamanho, e Moy e Lee (1991) compilam a bibliografia de diferentes anomalias do mercado de valores. Ball (2005) atualiza a revisão de literatura. Teoria de portfólios: Markowitz (1952, 1959) enfatiza o benefício de diversificação de portfólios e fundamenta a formulação da Teoria de Avaliação de Ativos de Capital. Teoria de avaliação de ativos de capital: Jensen (1972) pesquisa e discute a literatura; Roll (1977) critica os testes do modelo. Teoria de avaliação de opções: Black e Scholes (1972) e Merton (1973) a desenvolvem. Cox e Ross (1976) e Smith (1976, 1979) proporcionam uma revisão da teoria e de suas aplicações. Teoria de agência: Jensen e Meckling (1976) propõem a separação entre agente e principal. Jensen e Ruback (1983) e Jensen e Smith (1985) provêm revisões dessa literatura. Garvey e Swan (1994) revisam a literatura sobre governança corporativa. Teoria da Sinalização: Akerlof (1970) propugna que a assimetria da informação pode ser reduzida com a parte mais informada sinalizando para os demais. Política de gerenciamento de resultados contábeis: Morris (1987) combina as teorias de agência e sinalização para produzir previsões sobre escolhas contábeis que não podem ser obtidas de nenhuma das teorias. Teoria de avaliação por arbitragem: Ross (1976) prova a determinação de K fatores na avaliação de ativos. Política de orçamento de capital: Aggarwal (1993) provê uma avaliação de orçamento de capital sob incerteza. Política de estrutura de capital: Modigliani e Miller (1958) e Fama (1978) revisam e discutem a literatura. Teoria de Pecking Order e Teoria Tradeoff: Myers (1984) divide o pensamento da política de estrutura de capital proposta por Modigliani e Miller com pano de fundo na assimetria da informação. Política de dividendos: Black (1976) provê um resumo dos assuntos. Allen e Michaely (1995) fazem uma revisão.
--

Fonte: Adaptado de Ardalan (2004, p.686-687) e Iquiapaza, Amaral e Bressan (2009)

Demarcadas algumas suposições e implicações de teorias racionais em Finanças, apresenta-se, na seção seguinte, como essa hipótese pode ser incompatível com fenômenos financeiros reais.

2.3 TEORIA DO PROSPECTO

As teorias econômicas e as modernas de finanças estão embasadas na racionalidade dos agentes econômicos nos modelos de tomada de decisões. Em geral, sugerem que indivíduos são racionais e utilizam um conjugado de informações

disponíveis para tomar suas decisões; pressupõem-se que escolherão as melhores opções, trazendo a maximização de sua satisfação (MOSCA, 2009). Nessa direção, Von Neumann e Morgenstern (1967) deram forma à Teoria da Utilidade Esperada, que propõe que, ao tomar decisões, o indivíduo compara a utilidade prometida por cada opção e escolhe aquela que apresenta maior esperança matemática. Portanto, as teorias econômicas clássicas, bem como as modernas de finanças, consideram que indivíduos realizam o processo de decisão de forma plenamente eficiente e racional, valendo-se para tanto de procedimentos matemáticos e visando maximizar a utilidade das escolhas (BERNOULLI, 1954).

Grande parte das teorias que abordam a tomada de decisões são normativas/prescritivas, ou seja, buscam identificar a melhor escolha a ser tomada e o comportamento ideal (BERNOULLI, 1954; FRIEDMAN, 1948). As informações contábeis, por exemplo, deveriam ser feitas sob medida, de forma que os usuários reagissem para tomar a melhor decisão. Assim, de forma prescritiva, procura demonstrar como a contabilidade “deveria ser”, à luz de seus objetivos e postulados, que são preceitos indiscutíveis (IUDÍCIBUS, 2015); é o caso da Teoria da Utilidade Esperada. Basicamente, a teoria considera que um ganho de R\$ 500,00 possui a mesma utilidade que a perda da mesma quantia. Kahneman (2012) explica que essa abordagem é a principal falha da teoria, não permitir que as utilidades para os ganhos sejam calculadas de modo diferente para as perdas. A Teoria da Utilidade Esperada acabou por presumir que, mesmo intencionalmente, os valores atribuídos aos ganhos e às perdas não importavam.

Por outro lado, as teorias descritivas/positivas, as quais buscam compreender o comportamento real do tomador de decisões, procuram explorar o caminho inverso, a fim de compreender o comportamento real do tomador de decisões. Procuram, por exemplo, descrever como a contabilidade é, porque é encontrada assim e procura prever o seu comportamento, estabelecendo hipóteses que devem ser testadas, antes de se chegar a conclusões parciais (IUDÍCIBUS, 2015).

Nessa direção, Simon (1955) constatou que não há racionalidade perfeita e que os agentes econômicos têm racionalidade limitada (*bounded rationality*); seus achados colocaram em xeque as premissas clássicas e identificaram que os indivíduos nem sempre seguem os fundamentos da Teoria da Utilidade Esperada. O autor afirma que existem dificuldades para considerar e ponderar todas as variáveis informativas (benefícios e custos) inerentes ao processo decisório, além da limitação dos recursos de tempo, do

conhecimento e da capacidade dos agentes, como afirmam Marewski, Gaissmaier e Gigerenzer (2010).

A partir da teoria da racionalidade limitada de Simon (1955) ocorreram vários desdobramentos no campo da tomada de decisão sob situação de risco. Tversky e Kahneman (1974) argumentam que as discrepâncias observadas no comportamento real dos indivíduos em relação aos modelos normativos são muito generalizadas para serem descartadas, bem como muito sistemáticas para serem consideradas erros aleatórios. Os autores explicam tais anomalias, basicamente, assumindo que as escolhas são avaliadas não em relação a uma utilidade absoluta (riqueza ou bem-estar), mas em relação a um ponto de referência subjetivo.

Na abordagem matemática era suficiente saber apenas o estado de riqueza para determinar sua utilidade, enquanto na nova abordagem do Prospecto é preciso saber o ponto de referência (KAHNEMAN, 2012). Esse ponto de referência diz respeito ao impacto dos ganhos e das perdas sobre a condição do indivíduo, dada a sua mais recente alteração de riqueza. Os indivíduos atribuem valores de preferência aos ganhos e às perdas identificadas, mas não aos resultados finais, e substituem as probabilidades por ponderações subjetivas, isto é, baseadas na cognição (KAHNEMAN; TVERSKY, 1984).

A Teoria do Prospecto ou teoria da perspectiva se lança trazendo a utilidade em termos de riqueza líquida e o valor definido em termos de ganhos e perdas, que são definidos como desvios positivos e negativos. Basicamente, é aplicada para investigar a tomada de decisão dos indivíduos sob situação de risco (LEVY; DE GIORGI; HENS, 2012, KAIRIES-SCHWARZ et al., 2017). Os pesquisadores realizaram estudos para examinar as escolhas dos indivíduos entre alternativas que envolvem riscos. Alguns apoiam as previsões estipuladas na teoria (LEHNER, 2000; KLIGER; TSUR, 2011), enquanto outros rejeitam as noções propostas na estrutura (MILLER; BROMILEY, 1990; LEVY; LEVY, 2002).

A Teoria do Prospecto identifica que os indivíduos preferem um ganho certo menor a um valor esperado maior que os exponha ao risco. A esse fenômeno, Kahneman e Tversky (1979) denominaram efeito incerteza, no qual a utilidade é ponderada pelas probabilidades dos resultados. O impacto sobre o efeito certeza dos ganhos e das perdas faz com que as pessoas tenham reações distintas em contextos que apresentam resultados diversos.

Segundo Ferreira (2008, p.171), “em contextos de ganho, o efeito certeza contribui para uma preferência com aversão a risco em relação a um ganho certo, quando

comparado a um ganho maior que seja meramente provável”. Isso mostra que as pessoas evitam se arriscar se podem obter um ganho certo, mesmo que inferior, como mostram Kahneman e Tversky (1979), por meio de diversos procedimentos experimentais feitos com dezenas de pessoas.

Quando se trata de contextos que envolvem perdas, ocorre uma inversão dessa preferência, fazendo a aversão ao risco se tornar uma busca pelo risco. Ferreira (2008, p.171) destaca que “no contexto da perda, o efeito certeza leva a uma preferência que implique busca de risco por uma perda que seja apenas provável, sobre uma perda menor, certa”. Kahneman e Tversky (1979), ao denominarem esse fenômeno de efeito reflexo (*reflection effect*), afirmam que quando se invertem os sinais do prospecto para negativo, passa a prevalecer uma preferência por busca do risco (*risk seeking*).

O comportamento assimétrico dos indivíduos frente a prospecto positivo e negativo, expostos por Kahneman e Tversky (1979), aponta para a demonstração de que indivíduos buscam fugir de resultados negativos ou de redução de suas riquezas, o que faz com que, contraditoriamente, tomem mais riscos no campo das perdas. Desse modo, frente a prospecto negativo, a busca por evitar perdas certas expõe as pessoas ao risco de perdas ainda maiores.

A Teoria do Prospecto foi além da simples demonstração de violação dos axiomas da racionalidade, criando um modelo descritivo em que mostrou que as pessoas tendem a tomar decisões baseadas em vieses e heurísticas (ilusões cognitivas) que as afastam da racionalidade (MACEDO JUNIOR., 2003). Identificaram-se características cognitivas que sustentam suposições da teoria: a avaliação é relativa a um ponto de referência neutro (*status quo*) ou ao resultado que se espera da decisão; efeito disposição e o princípio de aversão à perda.

Segundo Tversky e Kahneman (1991), o *status quo* é uma forte opção em muitos problemas decisórios, especialmente em situações em que tomar alguma decisão é considerado arriscada. Esse comportamento é tido como enviesado, uma vez que indivíduos têm uma forte tendência a manter o estado atual das coisas (viés de *status quo*). Isto faz com que as pessoas vejam referências abaixo do seu *status quo* (do estado atual) como perdas, levando-as a renunciar opções que poderiam representar ganhos, vistas sob outros aspectos (MASATLIOGLU; OK, 2005). Mais tarde, Masatlioglu e Ok (2014), no segundo estágio do processo, afirmam que o tomador de decisão pode considerar algumas alternativas, mas não todas, que com alta probabilidade produzem um bom resultado em

relação ao *status quo*, bem como alternativas que produzem um bom resultado relativo ao *status quo*, com probabilidades muito mais baixas.

Ademais, Nebel (2015) afirma que economistas e filósofos assumem que o viés do *status quo* é necessariamente irracional. Sobretudo, argumenta que, em alguns casos, o viés do *status quo* é totalmente racional, uma vez que devem ser considerados os aspectos relacionados ao ambiente e à formatação do problema para que se possam julgar os critérios que o sujeito está se utilizando no processo decisório; de modo a avaliar se, de fato, os aspectos emocionais e ou as falhas são relevantes. Se isso estiver ocorrendo, as chances da opção pelo *status quo* estarem enviesadas são maiores.

O efeito disposição, segundo Shefrin e Statman (1985), é a propensão dos investidores para vender ações “vencedoras” (que obtiveram ganhos) e manter os papéis que perderam valor. Os autores explicam o efeito disposição por duas características da Teoria do Prospecto: a ideia que as pessoas estimam ganhos e perdas a partir de um ponto de referência (o preço inicial de compra das ações), e a tendência à exposição ao risco quando um certo ganho for possível. Sob a ótica da Teoria do Prospecto, os resultados são codificados como ganhos ou perdas a partir de um ponto de referência, e os tomadores de decisão apresentam aversão ao risco no domínio dos ganhos e propensão ao risco no domínio das perdas. Basicamente, na perspectiva do efeito disposição, investidores relutam em perceber perdas, mas estão ansiosos para obter ganhos (FERRIS; HAUGEN; MAKHIJA, 1988).

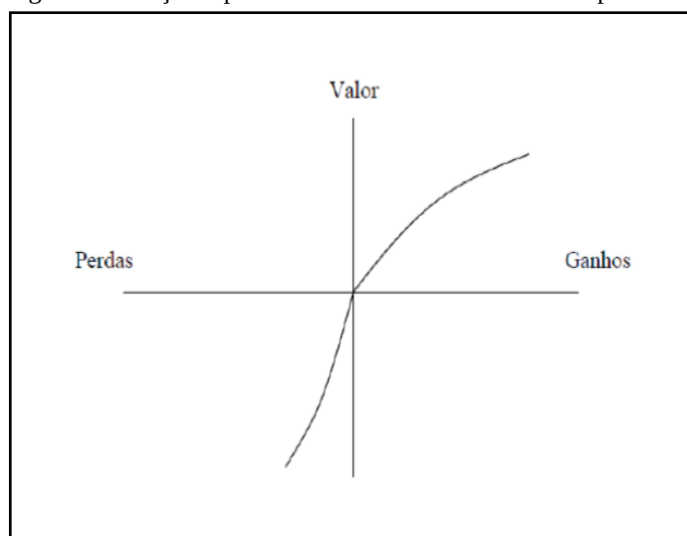
O uso do ponto de referência agora determina ganhos e perdas passa a ser chamado “efeito ponto de referência”. A diferença nas atitudes perante o risco para ganhos e perdas será chamado “efeito reflexo”. O efeito do ponto de referência pode ser usado na abordagem financeira para explicar a disposição para vender ações vencedoras muito cedo e a reter as ações perdedoras por muito tempo (WEBER; CAMERER, 1998).

O efeito reflexo e o ponto de referência podem ser demonstrados no exemplo: suponha que um indivíduo tenha que decidir entre um ganho certo de \$5 e uma loteria que possibilite ganhar \$10 ou \$0 (com 50% de probabilidade). De acordo com a Teoria do Prospecto, se o ponto de referência é zero, então a maioria dos indivíduos será avessa ao risco, isto é, preferirá o ganho certo de \$5. Se o indivíduo escolher entre uma perda certa de \$5 e uma loteria pagando tanto \$0 ou uma perda de \$10 (com 50% de probabilidade), ele provavelmente escolherá arriscar a loteria. Existem evidências experimentais que comprovam que a exposição ao risco depende de um ponto de referência, como no exemplo foi demonstrado.

No argumento da aversão à perda, base da Teoria do Prospecto, as pessoas são avessas a perdas, demonstrando que é melhor um ganho certo, ainda que menor, do que buscar obter um ganho maior, incerto. Por outro lado, é preferível, pela manifestação do efeito reflexo, arriscar-se a perder mais de modo incerto, do que aceitar uma perda menor, certa. Foi com base nesse comportamento que os pesquisadores identificaram que as pessoas sentem mais dor ao perder do que prazer ao ganhar a mesma quantia (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Para Kuo e Chen (2012), o fato de a Teoria do Prospecto considerar comportamentos distintos dos agentes no campo dos ganhos e das perdas explica o fato de haver a convexidade da curva. Tal inclinação pode ser explicada por Kahneman e Tversky (1979), por meio da desutilidade de perda corresponde cerca de duas vezes a utilidade de ganho, contudo, ambas as funções de ganhos e perdas apresentam sensibilidade decrescente. Kahneman (2012) demonstrou esse raciocínio, por meio da função hipotética, na qual o eixo das abscissas é representado por montante monetário, enquanto o eixo das ordenadas é representado pelo valor psicológico:

Figura 1 - Função hipotética de valor da Teoria do Prospecto



Fonte: Kahneman (2012)

2.3.1 Estudos empíricos baseados na Teoria do Prospecto

Shefrin e Statman (1985) e Ferris, Haugen e Makhija (1988) usam a Teoria do Prospecto para examinar o viés do efeito da disposição, no qual indivíduos relutam em reconhecer uma perda por estarem ansiosos pelos ganhos. Fiegenbaum (1990) e Sinha

(1994) reexaminam a relação risco-retorno com base na Teoria do Prospecto, encontrando fortes evidências de que a teoria pode explicar o *tradeoff* entre dois dos parâmetros mais pesquisados em Finanças, a saber, risco e retorno. Em particular, as organizações abaixo de seu nível alvo são consideradas tomadores de risco, enquanto organizações acima de seu nível alvo evitam o risco.

Nessa linha, Kliger e Tsur (2011) empregaram a Teoria do Prospecto para explicar a relação entre risco e retorno no nível da organização, abordando deficiências de pesquisas seminais. Os autores sugeriram uma abordagem alternativa para inferir o ponto de referência, um elemento-chave da teoria, e medir o risco, bem como uma representação diferente da associação risco-retorno, levando em consideração uma linha do tempo do estado da empresa, sua ação dependente do estado e as consequências. Consistente com a teoria, os resultados mostraram que as empresas com retornos acima de seus níveis de referência correm menos riscos do que as empresas com retornos abaixo de seus níveis de referência.

Zhang e Semmler (2009) e Levy, DeGiorgi e Hens (2012) articulam que a Teoria do Prospecto pode ser implementada para investigar as consequências da precificação de ativos. Os autores corroboram a ideia de que o investidor se utiliza nas suas tomadas de decisões da utilidade não apenas dos níveis de consumo, mas também das mudanças do valor de sua fortuna financeira em riqueza do que propriamente nos aumentos. Além disso, o que o investidor recebe de ganhos e perdas em riqueza depende dos resultados de investimento anteriores – quando ganhos anteriores amortecem perdas subsequentes.

Considerando esses argumentos, Li e Hwang (2017) verificaram como o efeito do gerenciamento de resultados nos vários níveis de retorno das ações. Usando a Teoria do Prospecto como base de pesquisa, os autores demonstram que o envolvimento no gerenciamento de resultados não é uniforme ao retorno das ações, uma vez que gestores gerenciam resultados contábeis ativamente na ordem de preservar ganhos no retorno das ações; ao mesmo tempo, gestores não gerenciam resultados ativamente quando o retorno das ações, em média, é próximo a zero.

Alvarenga (2018) replicou a função proposta por Tversky e Kahneman (1992) para a Teoria do Prospecto por meio de um questionário contendo prospectos positivos e negativos para uma média de 143 investidores. Os resultados demonstraram padrões semelhantes aos encontrados em estudos anteriores, evidenciando aversão ao risco para ganhos e propensão ao risco para perdas em casos de alta probabilidade de ocorrência; e

propensão ao risco para ganhos e aversão para perdas em casos de baixa probabilidade de ocorrência.

Com base na literatura existente, este estudo postula que os executivos das empresas podem desenvolver uma estratégia e usar a manipulação de lucros como uma ferramenta para gerenciar a renda ao enfrentar ganhos ou perdas nos mercados de capitais. Especificamente, os gerentes estão inclinados a agir de forma conservadora, tomando uma rota que evita o risco ao encontrar ganhos. Gestores, provavelmente, se comportariam de maneira agressiva, adotando uma abordagem de busca de risco quando enfrentassem perdas. Como os executivos corporativos podem desenvolver estratégias de manipulação de resultados e tais estratégias podem ser assimétricas quando as empresas experimentam ganhos ou perdas nos mercados de capitais, a Teoria do Prospecto oferece base teórica para examinar o comportamento não uniforme de manipulação de resultados dos executivos corporativos em diferentes regiões de retornos de ações.

2.4 FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

A discussão sobre as anomalias de mercado (*mispricing*) ainda não é unânime, haja vista a existência de diferentes metodologias e perspectivas de análise, no campo das finanças. Tradicionalmente, os estudos sobre anomalias de mercado foram desenvolvidos sob a perspectiva da abordagem de fatores de risco, tendo como expoente os trabalhos de Fama e French (1993), e considera que o risco das ações é multidimensional (ARAÚJO; MACHADO; MARTINS, 2019). Basicamente, buscam-se modelos de precificação alternativos, por considerar que determinadas variáveis são capazes de melhorar o poder explicativo da medida de risco (Beta) e do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), por exemplo. No entanto, além das dificuldades de identificar e mensurar o risco (FAMA, 1970), evidências empíricas indicam que retornos anormais permanecem, mesmo após o controle por fatores de risco (OHLSON; BILINSKI, 2015).

Considerando que as modernas teorias de finanças têm base na maximização da utilidade esperada, as finanças comportamentais estabelecem que algumas variáveis econômicas não podem ser descritas simplesmente pelas condições de equilíbrio das teorias, tendo em vista que agentes econômicos tomam decisões conflitantes em várias partes do mundo que vão de encontro aos pressupostos básicos. Thaler (1999) discute anomalias que transitam entre o mundo real e a teoria tradicional de finanças, sugerindo conflitos e, conseqüentemente, campos de estudo para as finanças comportamentais.

Sobretudo, essa dicotomia pode levantar questões e contribui para os estudos sobre gerenciamento de resultados. Ademais, Torga (2017) discute essas anomalias empiricamente em uma organização financeira:

- **volume:** os modelos clássicos do mercado de capitais predizem que deveria haver poucas transações, pois em um mundo no qual os operadores são racionais seria pouco provável que os agentes financeiros comprassem e vendessem ações. De Bondt e Thaler (1985) propugnam que o excesso de confiança dos gestores de carteira e a relação de agência podem ser razões para este enigma do volume negociado. Numa análise comportamental, o excesso de confiança implicaria a sensação, por parte dos gestores, de possibilidade de obtenção de retornos ajustados por riscos maiores do que os da carteira de mercado;
- **volatilidade:** em mercados onde as pessoas são racionais, somente ocorreriam alterações de preço quando surgisse nova informação relevante. No entanto, os preços do mercado de ações apresentam muito mais flutuações do que seria de esperar somente por alterações nos valores presentes dos dividendos futuros. Cutler, Poterba e Summers (1989) verificam a possibilidade de o mercado se mover em função da divulgação de novas informações. Pequenas alterações em taxas de desconto ou em fluxos de caixa projetados poderiam causar grandes efeitos nos preços;
- **dividendos:** não seria considerado racional se empresas americanas distribuíssem dividendos no curto prazo aos acionistas, uma vez que estes são tributados com alíquota maior que os ganhos de capital, diferentemente do contexto brasileiro. No entanto, o mercado tem mostrado que não somente as empresas distribuem dividendos como também o seu aumento leva a uma valorização das ações. Tal evidência se relaciona com o viés cognitivo da contabilização mental, no qual os dividendos podem ser percebidos como um valor adicional à renda, enquanto os ganhos de capital não implicam diretamente recebimento de caixa (BABERIS; HUANG, 2001);
- **prêmio das ações:** os retornos de longo prazo em ações têm sido maiores que os retornos de longo prazo de títulos com menor risco; essa diferença não pode ser explicada apenas pelo diferencial de risco. Bernartzi e Thaler (1995), também baseados no viés cognitivo, propõem uma explicação para essa anomalia. A miopia da aversão às perdas estabelece que a análise de horizontes temporais mais longos torna, segundo a percepção do investidor, um investimento arriscado mais atraente. Em contrapartida, ao avaliar uma carteira em horizontes mais curtos, como, por exemplo, um ano, os investidores percebem um portfólio arriscado como tendo um risco ainda maior, exigindo maiores taxas de retornos. Assim, existe uma miopia na percepção de possíveis perdas da carteira, em função de uma avaliação enviesada do risco;
- **previsibilidade:** ainda que a hipótese de mercados eficientes estabeleça que não se pode prever retornos futuros dos ativos a partir da informação existente, as evidências apresentam que os preços dos ativos podem ser previsíveis de acordo com retornos passados, por exemplo. Isto pode ser explicado por reações anormais de preço devido ao comportamento dos indivíduos. De Bondt e Thaler (1985) argumentam que o excesso de confiança do investidor poder estar associado à sobrereação de preços, fazendo com que a informação, positiva ou negativa, sobre um investimento tenha sua influência alavancada. O conservadorismo, por sua vez, poderia estar associado à subreação de preços, uma vez que investidores ajustariam lentamente suas avaliações a novas informações relevantes. Ainda segundo os autores, esses comportamentos dos participantes do mercado fazem com que parte do retorno

de um ativo possa estar dissociada do risco, violando a hipótese de mercados eficientes.

2.4.1 Fatores supostamente irrelevantes

Thaler (2016) descreveu sua experiência em suas aulas de microeconomia, quando os alunos estavam completamente insatisfeitos e o motivo não tinha relação com qualquer coisa que o autor dissesse em sala de aula. O problema foi causado pelo exame aplicado que tinha o objetivo de distinguir três grupos de estudantes: (1) as estrelas que dominavam o assunto; (2) o grupo intermediário que compreendia os conceitos; e (3) o grupo baixo que não conseguia compreender o assunto. Para atingir seu objetivo, o exame tinha algumas perguntas que apenas o grupo das “estrelas” iria conseguir responder. Houve grande dispersão no resultado; os alunos entraram em alvoroço quando observaram que a pontuação média era de apenas 72 pontos dos 100 pontos.

O que o autor observou foi que a pontuação média não tinha nenhum efeito sobre a distribuição de notas; o fato de uma pontuação ser em média de 72 pontos (72%) trouxe insatisfação para os estudantes. Ao invés de 100 pontos, o exame passou a conter 137 pontos com maior nível de dificuldade, e os alunos, em média, responderam 70% do exame de forma correta, mas a pontuação numérica média era animadora de 96 pontos. O fato dos exames totalizarem, agora, 137 pontos, ao invés dos habituais 100 pontos, trouxe mudança de comportamento dos alunos, que não mais contestavam o grau de dificuldade das avaliações.

A experiência proposta por Thaler (2016) apresenta que o comportamento dos alunos era inconsistente com o modelo idealizado de comportamento que está no centro da teoria econômica, sob esse enfoque, ninguém deveria estar mais satisfeito com uma pontuação de 96 de 137 (70%) do que 72 de 100 (72%); mas o fato é que os alunos eram. E, ao perceber isso, o autor conseguiu definir o tipo de exame que queria e ainda assim evitava deixava os alunos satisfeitos.

Nessa linha, Ariely (2008) utilizou experimentos para comprovar o quanto se é irracional e quanto isto afeta as decisões. O autor quebrou paradigmas racionais da economia tradicional e mostra que seguir os conceitos da economia comportamental é o caminho para se entender mais sobre a idiossincrasia de uma pessoa ou de um grupo e, conseqüentemente, para investidores preverem seu comportamento irracional, racionalmente.

Rubinstein (2001, p. 17), elevado defensor do paradigma da racionalidade em Finanças, afirma: “[...] eu tenho por muito tempo acreditado que os investidores são excessivamente confiantes. Com certeza, o investidor médio acredita que é mais esperto do que o investidor médio”.

O problema observado por Thaler (2016) é que os modelos econométricos que estão sendo usados substituem o *homo sapiens* por uma criatura fictícia chamada por ele de *homo economicus*. Em comparação com esse mundo fictício, os seres humanos se comportam mal, e isso significa que os modelos econômicos podem prejudicar previsões. Praticamente, os modelos não conseguiram prever a crise financeira de 2008, sob os argumentos de que aquelas consequências foram coisas que não poderiam acontecer.

Para Faveri e Knupp (2018), teorias que tentam explicar, por exemplo, o funcionamento dos mercados financeiros; têm como pressuposto fundamental a racionalidade ilimitada dos agentes. Assim, na posse de novas informações, fazem uso de suas capacidades de pensar e agir decidindo corretamente. Além disso, essas informações são compartilhadas e incorporadas por todos os agentes de forma instantânea, não ocorrendo informações privilegiadas.

A premissa central da teoria econômica é a racionalidade, na qual as pessoas escolhem sempre otimizando. Por exemplo, de todos os bens e serviços que uma família pode comprar, a família escolhe o melhor que pode pagar. Além disso, as crenças sobre as quais o *homo economicus* faz suas escolhas são consideradas imparciais. Ou seja, as escolhas são feitas com base nas "expectativas racionais". Se as pessoas que começam novos negócios, em média, acreditam que sua chance de sucesso é de 75%, então essa deve ser uma boa estimativa do número real que é bem-sucedido. O *homo economicus* não é excessivamente confiante (THALER, 2016).

Há, no entanto, um problema: as premissas sobre as quais a teoria econômica repousa são falhas. Ao contrário, Kahneman e Tversky (1984) afirmam que esse *homo economicus* tem excesso de confiança, o que leva as pessoas a tomar decisões em situações que não podem avaliar corretamente. Segundo os autores, é como um jogo, no qual não se domina as condições, mas se insiste em jogar. Ou ainda, retificando o que foi dito anteriormente sobre a compra de bens e serviços que uma família pode comprar, mesmo sabendo que não haverá dinheiro para cobrir certas necessidades, se compra no cartão de crédito.

Como Kahneman e Tversky (1984), pesquisadores na área da psicologia e afins, que estudam o comportamento humano, demonstram um vasto repertório de evidências

experimentais acerca das distorções provocadas por agentes não racionais, das quais revelam vieses sistemáticos quando indivíduos formam suas crenças e preferências (YOSHINAGA et al. 2008).

Acredita-se que os indivíduos façam julgamentos tendenciosos sob incerteza, porque tempo e recursos cognitivos levam-nos a aplicar heurísticas - atalhos mentais (HIRSHLEIFER, 2002). A teoria comportamental se propõe a explicar a possibilidade dos vieses comportamentais dos gestores levarem-nos a tomar decisões menos pautadas em aspectos racionais (THALER, 1999), interferindo, desta forma, nas suas tomadas de decisões, inclusive nas políticas de gerenciamento de resultados.

Em boa parte das teorias de finanças, assim como as teorias econômicas, a irracionalidade, quando tratada, é tratada de forma genérica. Uma vantagem da abordagem comportamental é que o pesquisador não precisa lançar mão de suposições mais específicas sobre o funcionamento da cognição dos indivíduos. Por outro lado, abordagens genéricas tendem a limitar a riqueza das conclusões e previsões que podem ser extraídas do modelo (YOSHINGA et al., 2008).

2.4.2 Heurísticas Cognitivas

Smith (2008) considera que o cérebro toma automaticamente o controle e reage automaticamente às tarefas habituais quando o sujeito que decide já tem experiências acumuladas sobre uma determinada ação. São esses processos de ações habituais e já conhecidas que sustentam boa parte das decisões dos indivíduos (BAZERMAN; MOORE, 2010).

Decisões que envolvem associação do custo e do benefício àquela decisão, muitas vezes, são complexas e os atalhos mentais podem ser considerados úteis nesse processo. As chamadas heurísticas cognitivas levam os indivíduos a decidirem de maneira rápida e ágil, eliminando custos de recursos e tempo em escolhas rotineiras; no entanto, podem criar vieses que provocam falhas analíticas e decisões equivocadas (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).

Gigerenzer e Gaissmaier (2011) destacam que as heurísticas são eficientes processos cognitivos, conscientes ou inconscientes, que ignoram parte da informação, a fim de tomar decisões mais rápidas e de maneira mais simples do que os métodos considerados mais complexos. Bazerman (2004) defende que as tomadas de decisões sofrem influências da racionalidade limitada dos indivíduos que envolvem limitação

cognitivas, de inteligência, de tempo e custo e levam à adoção em muitos casos de estratégias simplificadoras, ou regras práticas para lidar com a complexidade das decisões de um modo simples.

Os estudos seminais sobre heurísticas no campo econômico, de Tversky e Kahneman (1974), afirmaram que as decisões tomadas pelos indivíduos se baseiam em crenças sobre as chances de ocorrências de eventos incertos, que se sustentam em julgamento de probabilidades subjetivas. Segundo os autores, esses julgamentos são baseados em dados de validade limitada, que são processados de acordo com regras heurísticas. Os vieses também são encontrados no julgamento intuitivo da probabilidade da ocorrência de eventos. Os vieses que incorrem essas heurísticas são classificados a seguir:

- (i) Heurística da disponibilidade: pessoas avaliam a frequência, a probabilidade ou as causas prováveis de um evento pelo grau com que exemplos ou ocorrências do evento estiverem imediatamente disponíveis na memória (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974).
- (ii) Heurística da representatividade: ao fazer um julgamento sobre um indivíduo (objeto ou evento), as pessoas tendem a procurar peculiaridades que possuam correspondência com estereótipos formados anteriormente.
- (iii) Ancoragem: valores iniciais diferentes podem produzir decisões diferentes para o mesmo problema.

São vieses oriundos da baixa qualidade do processo decisório, muitas vezes fruto do uso de heurísticas, que por sua vez apresentam, em contrapartida, a vantagem de se economizar tempo e custos em decisões (BAZERMAN; MOORE, 2010), sinalizando a existência de um *trade-off* em sua utilização.

A heurística da disponibilidade está associada à tendência das pessoas em estimar a frequência de uma classe ou a probabilidade de um evento pela facilidade com que os casos ou ocorrências podem ser trazidos à mente (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). No processo de identificação de um problema, por exemplo, indivíduos tendem a procurar características que representem eventos ou fato já conhecidos, enquadrando-se em sua

experiência de vida, de maneira a tratá-los com mais propriedade, a partir de informações disponíveis (RODRIGUES; RUSSO, 2011).

Um dos efeitos dessa heurística é a facilidade da lembrança. Basicamente, a frequência de ocorrência do evento e a facilidade da lembrança estão positivamente correlacionadas e isto vai influenciar o julgamento sobre a probabilidade de ocorrência de outro evento. O viés da facilidade de lembrança é descrito por Tversky e Kahneman (1974) como a estimativa de um indivíduo sobre a frequência, a probabilidade ou a causa provável de eventos é feita a partir da disponibilidade em sua mente de exemplos desses eventos; aqueles que forem mais facilmente lembrados parecerão mais numerosos (e, portanto, mais frequentes ou prováveis) do que os que estão menos disponíveis (BAZERMAN, 2004).

A heurística da representatividade, segundo Bazerman e Moore (2010), dispõe do efeito que informações representativas causa sobre os indivíduos de modo que possa acometê-los de modo inconsciente, fazendo-os confiar em informações insuficientes ou inconsistentes simplesmente pelo fato dessas lhes parecerem representativas no julgamento do contexto da decisão. A heurística da representatividade faz com que as pessoas tendam a avaliar a probabilidade de ocorrência de um evento, baseada em informações descritivas, que ferem os fundamentos racionais oriundos dos modelos matemáticos (BRAGA, 2015).

Kahneman (2012) decreve vieses que emergem da heurística da representatividade em julgamentos, a saber: insensibilidade ao tamanho da amostra; insensibilidade à probabilidade anterior dos resultados; interpretação errada da chance de ocorrência de um evento; insensibilidade aos índices básicos e; regressão à média (KAHNEMAN, 2012). A chamada “falácia do jogador” é utilizada como exemplo por Bazerman e Moore (2010) para ilustrar a interpretação errada da chance, fazendo com que o apostador acredite que após uma sequência de jogadas ruins ele terá um resultado positivo, por mais que tais resultados sejam aleatórios, independentes ou totalmente desconhecidos.

Tversky e Kahneman (1974) trazem, como exemplo para o viés amostral, a probabilidade de obter um determinado resultado em um sorteio de amostra de uma população específica, na qual as pessoas geralmente aplicam a heurística de representatividade. Ou seja, eles avaliam a probabilidade de um resultado referente à altura média em uma amostra aleatória dos homens será de 180 centímetros, pela semelhança deste resultado com o parâmetro correspondente (isto é, para a altura média

na população de homens). Nesse caso, a similaridade de uma estatística de amostra com um parâmetro de população não depende do tamanho da amostra. Consequentemente, se as probabilidades forem avaliadas por representatividade, a probabilidade julgada de uma amostra estática será essencialmente independente do tamanho da amostra.

A heurística da ancoragem e ajuste corresponde às situações em que as pessoas fazem estimativas, começando de um valor inicial que é ajustado para produzir a resposta final (TVERSKY; KAHNEMAN, 1974). Ferreira (2008) destaca que o processo de ancoragem ocorre quando um valor inicial sugerido pela formulação do problema (*frame*) ou pelo resultado do cômputo inicial é tomado como ponto de partida para que as estimativas sejam feitas, de modo que a resposta final ajusta-se a essa referência inicial, mesmo quando ela não é necessariamente relevante à situação; os ajustamentos são insuficientes porque têm referências em âncoras irrelevantes e podem influenciar as decisões das pessoas (THALER; SUNSTEIN, 2008).

Segundo Bazerman e Moore (2010), a anatomia do processo de decisão segue a seguinte estrutura: (a) definição do problema; (b) identificação dos critérios de avaliação de alternativas; (c) critério de avaliação de alternativas; (d) ponderação dos critérios de avaliação; (e) geração de alternativas; (f) classificação das opções identificadas. Consoantes à classificação dos autores, Rodrigues e Russo (2011) discutem como cada heurística aparece no processo decisório; o Quadro 1 apresenta essas heurísticas e vieses:

Quadro 2 - Heurísticas e vieses no processo decisório

Etapas do processo decisório	Heurística ou viés	Consequências potenciais
Definição do problema	Heurística da disponibilidade e	Definição restrita do problema.
Geração de alternativas	Heurística da representatividade	Alternativas anteriores bem-sucedidas podem gerar excesso de confiança exagerado sobre a possibilidade de sucesso das alternativas levantadas.
Determinação de objetivos	Heurística da ancoragem	As âncoras podem limitar os objetivos a serem estabelecidos.
Tratamento das informações	Comportamento adverso frente ao risco	Exposição ao risco em situações de perdas e aversão ao risco em contextos de ganhos.
Avaliação das alternativas	Maldição da confirmação e evitação do arrependimento	Limitação ou expansão do tempo durante a avaliação de alternativas, gerando dificuldade nas escolhas. Indivíduo se decide não pela melhor alternativas, mas por aquela que não gere arrependimento futuro.
Implementação da decisão	Viés da procrastinação	Retardamento negativo da efetivação da decisão.
Avaliação do resultado da decisão	Maldição do conhecimento e viés do egocentrismo	Tendência a validar resultados positivos ou negativos com base em resultados passados e busca de explicação de fracassos em fatores externos.

Decisões em série	Escalada do comprometimento e viés do <i>status quo</i>	Comprometimento excessivo com um plano originalmente escolhido, para além dos fundamentos racionais, elevando as perdas
-------------------	---	---

Fonte: Adaptado de Rodrigues e Russo (2011)

Para Bazerman (2004), além dos vieses atribuídos as heurísticas anteriormente mencionadas, existem outros dois vieses mais genéricos e que precisam ser considerados: (a) armadilha da confirmação e (b) previsão retrospectiva, conforme definido no Quadro 3.

Quadro 3 – Vieses genéricos

Viés	Comentário
Armadilha de confirmação	Decisores tendem a buscar informações confirmatórias para o que eles acham que é verdadeiro e deixam de buscar evidências que contrariem suas crenças.
Previsão retrospectiva	Após conhecer se um evento ocorreu ou não, decisores tendem a superestimar até que grau eles teriam previsto o resultado correto e, também, ignoram informações que eles têm, mas que os outros não têm.

Fonte: Bazerman (2004)

Em estudo posterior, Carter, Kaufmann e Michel (2007) tiveram o propósito de revisar e integrar os vieses de decisão e julgamento e realizaram uma taxonomia dos diversos vieses identificados nos estudos empíricos; foram identificados 76 diferentes vieses em tomadas de decisão. Acredita-se que existem diversos vieses que redundam em consequências semelhantes, o que pode significar que os pesquisadores podem estar atribuindo nomes diferentes para os mesmos fenômenos, como sinalizam os próprios autores do estudo. Ademais, conforme Bazerman e Moore (2010), o viés de excesso de confiança é forte candidato a permear por todas as heurísticas, uma vez que é uma das grandes mazelas que afeta praticamente todas as decisões de investimentos. O excesso de confiança apresenta uma classificação controversa, uma vez que pode ser considerado um viés emanado de todas as heurísticas: disponibilidade, representatividade (RODRIGUES; RUSSO, 2011) e ancoragem (DE BONDT; THALER, 1985).

2.4.3 Viés do excesso de confiança

Dentre os aspectos comportamentais, o otimismo e o excesso de confiança são alguns dos vieses que mais influenciam nas decisões dos indivíduos (YOSHINAGA et al., 2008). Viés otimista é definido por Schrand e Zeckman (2012) como uma crença irrealista (positiva) sobre qualquer aspecto da distribuição de um resultado incerto, de tal

forma que a média seja superestimada. Essa definição inclui crenças não realistas (positivas) sobre os níveis de resultados (por exemplo, fluxos de caixa) e crenças irrealistas (positivas) sobre algum aspecto da distribuição, como subestimar a probabilidade de resultados negativos ou subestimar o intervalo.

Uma evidência deste viés foi oferecida por Weinstein (1980), cujo estudo revelou que mais de 90% das pessoas pesquisadas fantasiavam demais as suas habilidades e possibilidades, acreditando que podiam fazer melhor do que realmente faziam. Nessa direção, o excesso de confiança é um traço associado ao viés otimista (SCHRAND; ZECKMAN, 2012) que é a confiança no que está por vir, acreditando que tudo resultará no melhor possível.

Estudos de julgamento sob incerteza indicaram que as pessoas são muitas vezes excessivamente confiantes. O excesso de confiança se manifesta de várias formas, como a predição não regressiva (KAHNEMAN; TVERSKY, 1974) e intervalos de confiança excessivamente estreitos (ALPERT; RAIFFA, 1982), mas muitas das evidências de excesso de confiança começam nos estudos de calibração (por exemplo, qual rio é mais longo, Nilo ou Amazonas?) ou problemas de predição (por exemplo, quem vencerá a eleição, o titular ou o desafiante?).

No experimento de Alpert e Raiffa (1982), para cada questão, o participante seleciona uma das respostas e avalia a probabilidade de sua resposta está correta. Um julgamento está calibrado se os seus julgamentos de probabilidade corresponderem à correspondente frequência relativa da ocorrência. Especificamente, entre todas as respostas para as quais atribui-se uma dada probabilidade (75%, por exemplo), o julgamento é calibrado se 75% dessas respostas estiverem de fato corretas.

Estudos de calibração mostraram que a confiança das pessoas geralmente excede sua precisão ao avaliar a probabilidade de seu acerto de sua resposta (KEREN, 1991; LICHTENSTEIN; FISCHHOFF; PHILLIPS, 1982; MCCLELLAND; BOLGER, 1994; YATES, 1990). Nessa perspectiva, excesso de confiança é definido como a diferença entre a confiança média e a precisão geral, espera-se, portanto, uma correlação negativa entre o excesso de confiança e a precisão em bases puramente estatísticas (KOEHLER et al., 1996).

O excesso de confiança também pode ser associado mais genericamente à tendência das pessoas a superestimar suas próprias habilidades e conhecimentos ou a qualidade e precisão de estimativas baseadas em valores incertos. Como demonstrado no experimento de Alpert e Raiffa (1982), sobre previsões baseadas em questões incertas, os

participantes superestimavam as probabilidades de estarem certos. São as chamadas “ilusões positivas”. Estudos mostram que as pessoas tendem a se considerarem melhores do que as outras ou acima da média em diversos atributos, sejam sociais, morais (elas se julgam mais justas do que as demais) ou de habilidade propriamente dita (SVENSON, 1981; TAYLOR; BROWN, 1988).

Como argumentado por Schrand e Zeckman (2012), o viés do otimismo é estreitamente relacionado com o excesso de confiança. Os trabalhos pioneiros nesta linha são atribuídos a Weinstein (1980). Os participantes dos seus experimentos consistentemente julgaram que as suas probabilidades de passar por experiências positivas durante a vida são superiores à média, ou seja, são maiores do que as probabilidades de sucesso que eles associam a seus pares. Com relação às chances de passarem por experiências negativas em geral, os participantes também incorrem no viés otimista quando subestimam a sua suscetibilidade a problemas de saúde.

Diante desses argumentos, há boas razões para acreditar que gestores são suscetíveis aos vieses do otimismo e do excesso de confiança. Uma vez que tendem a superestimar suas habilidades e seus conhecimentos e subestimar seus fracassos, podem ser considerados excessivamente confiantes em relação a resultados incertos que pensam poder controlar (WEINSTEIN, 1980).

March e Shapira (1987) argumentam que os gestores das empresas, após selecionarem os projetos de investimento que serão por eles empreendidos, tornam-se vítimas frequentes da chamada “ilusão de controle” e acabam por minimizar os riscos da empreitada. Neste caso, o otimismo do gestor enviesa sistematicamente as previsões de fluxos de caixa futuros para cima, levando a uma superavaliação das oportunidades de investimentos. Exemplo prático desse viés é o apresentado por Yoshinaga et al. (2008), em que projetos com VPL (Valor Presente Líquido) negativo seriam vistos pelos gestores como projetos com VPL positivo. Entretanto, os projetos ruins somente seriam empreendidos se os gestores dispusessem de recursos internos (menos onerosos) suficientes. Na situação hipotética, o fluxo de caixa livre é prejudicial, pois contornaria o problema de captação de recursos externos, fazendo com que fosse mais fácil para os gestores empreenderem projetos percebidos de forma errônea como bons projetos (com VPL positivo).

Fischhoff (1977) e Lichtenstein, Fischhoff e Phillips (1982) reportam que o excesso de confiança revelado nos experimentos é geralmente maior quando os participantes respondem a questões de dificuldade moderada ou elevada. De fato, e de

acordo com Barros e Silveira (2008), o fenômeno do excesso de confiança tende a desaparecer ou mesmo a ser invertido (confiança excessivamente reduzida) quando as questões apresentadas são muito fáceis e as tarefas envolvidas são bastante previsíveis, repetitivas e sobre os seus resultados há *feedback* rápido e preciso. As principais decisões corporativas, a exemplo da seleção de projetos de investimento, certamente se enquadram na categoria das tarefas de alta complexidade e *feedback* lento e frequentemente ambíguo.

Nessa direção, os estudos sobre o viés otimista e o excesso de confiança são verificados em finanças sobre as perspectivas de investimento e financiamento, que envolvem decisões rápidas e nível de complexidade, pelo menos, moderado. Gervais, Heaton e Odean (2007), no contexto de problema de orçamento de capital, mostraram como e quando o excesso de confiança do gerente pode ser benéfico para a empresa. Gerentes avessos ao risco às vezes escolhem ficar longe de projetos arriscados que aumentar o valor da empresa.

Gerentes superconfiantes superestimam sua capacidade pessoal de reduzir o risco e, como resultado, podem tomar decisões de orçamento de capital que sejam do melhor interesse dos acionistas. De todo modo, constataram que gestores são excessivamente confiantes nos contratos de financiamento quando a outra parte (fornecedor de recursos) não é considerada. Isto torna o excesso de confiança do gestor prejudicial, uma vez que o leva a aceitar contratos de compensação altamente convexos que o expõe em risco excessivo.

Ben-David et al. (2007) documentam que o excesso de investimento, em média, por executivos excessivamente confiantes, consistente com a previsão de que gerentes superconfiantes superestimam os fluxos de caixa de um projeto de investimento e/ou subestimam o risco dos retornos. Malmendier e Tate (2005) concluem que executivos excessivamente confiantes investem mais quando os recursos internos são suficientes para financiar investimentos, mas reduzem o investimento quando recursos externos são necessários. Este exemplo pode ser comparado à situação anterior de superestimar as chances de experiências positivas – mais recursos internos – e subestimar os problemas de saúde, nesse caso, financeira.

Relativo às decisões de financiamento das empresas, estas convergem com gestores cognitivamente enviesados, no sentido do otimismo e/ou do excesso de confiança, que superestimarão a capacidade de endividamento da empresa. O modelo de Hackbarth (2008) propugna que isto ocorre porque o gestor enviesado acredita que as perspectivas do negócio são melhores do que realmente são e também que o risco de

falência da empresa é menor do que o risco verdadeiro. Neste caso, sua percepção do custo esperado de dificuldades financeiras será reduzida, levando-o a aumentar o endividamento com o intuito de aproveitar o benefício fiscal resultante (ou qualquer outro tipo de benefício das dívidas).

2.5 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

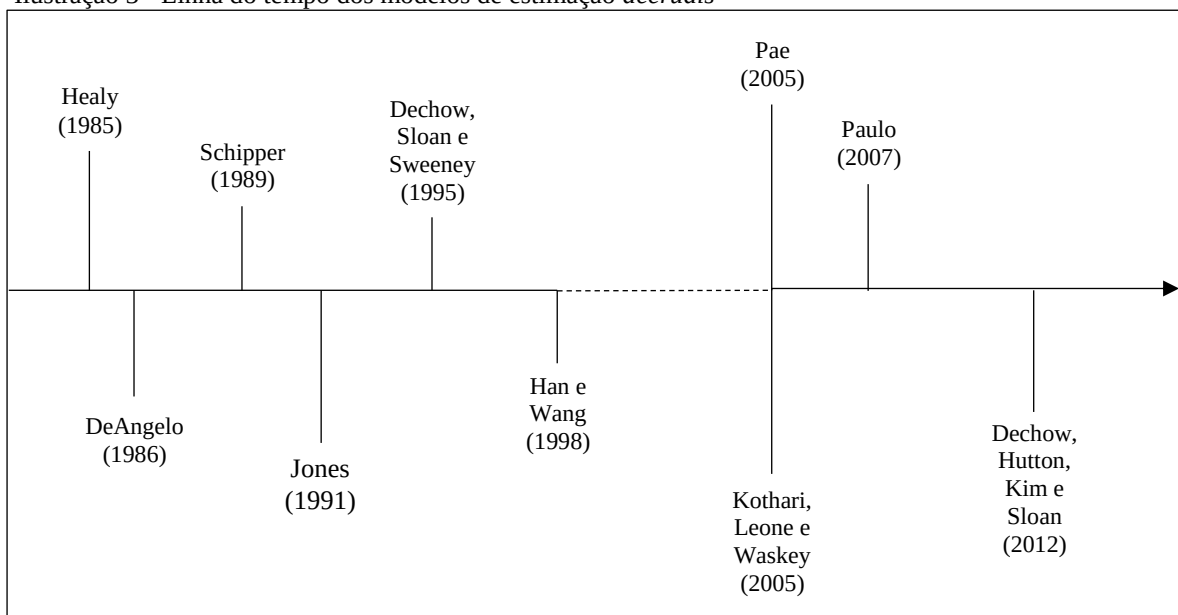
2.5.1 Incentivos para gestores gerenciarem resultados contábeis

Morris (1987) argumenta que a combinação entre a Teoria de Agência e da Sinalização poderia fornecer alguns *insights* para ajudar a explicar as políticas de escolhas contábeis. Ficou claro que alguns constructos da Teoria de Agência, com o intuito de reduzir o problema de conflito de interesses entre agente e principal - planos de bônus, limites de dívida contratuais e restrições de dividendos -, poderiam atuar como sinais.

Pressupõe-se que, a partir desse entendimento, as escolhas contábeis poderiam atuar como instrumento de ação em interesse próprio, seja do agente ou do principal, emergindo, mais uma vez, o problema de agência. Para Dechow e Skinner (2000), podem existir escolhas contábeis em conformidade com as normas contábeis, desde que não sejam utilizadas para distorcer a realidade financeira e econômica da firma, obscurecendo e mascarando os relatórios financeiros. Ainda assim, segundo Bruns e Merchant (1990), Carpenter e Reimers (2005) e Shafer (2002), trata-se de prática imoral qualquer escolha contábil intencional que enseje no gerenciamento de resultado contábil.

Schipper (1989) trata o gerenciamento de resultados com uma falha intencional no processo de divulgação da informação externa no sentido de obter algum ganho particular. O termo “intencional” envolve bastante subjetividade; como seria possível identificar ações intencionais - ou não - do gestor nas operações contábeis? Tradicionalmente, as pesquisas se desenvolveram com vistas a identificar essas ações, as parcelas discricionárias, utilizadas para modificar o lucro reportado.

A partir do estudo de Healy (1985), os estudos sobre o tema foram convergindo na identificação das ações que causam acumulações discricionárias (*accruals* discricionários) (HEALY; WAHLEN, 1999), a partir da diferença dos *accruals* totais e dos não discricionários, sendo que últimos estavam apenas ligando operações subjacentes dos negócios (DECHOW et al., 2012). A linha do tempo a seguir apresenta a evolução dos modelos e seus respectivos autores na busca de estimar eficientemente os *accruals* discricionários, *proxy* do gerenciamento de resultados.

Ilustração 3 - Linha do tempo dos modelos de estimação *accruals*

Fonte: Elaboração própria

Em outra frente, outros estudos voltaram-se aos motivos ou incentivos que gestores tinham em tais práticas. A literatura documentou que investidores podem preferir investir em empresas cujos lucros são mais estáveis, e isto seria um incentivo para gestores manipularem os resultados reportados a fim de evitar surpresas nos lucros (PAYNE; ROOB, 2000; BROWN, 2001; BURGSTAHLER; EAMES, 2001). Além disso, investidores podem recompensar empresas e gestores por atingirem ou superarem as expectativas dos lucros (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002; SKINNER; SLOAN, 2002).

Assim, Skinner e Sloan (2002) demonstraram que os preços das ações declinam quando os lucros reportados estão abaixo do previsto pelos analistas, trazendo com isso surpresas negativas para a mercado como todo. Por outro lado, Bartov, Givoly e Hayn (2002) evidenciaram que o mercado responde positivamente quando o lucro reportado supera a previsão dos analistas de mercado, trazendo uma surpresa positiva do lucro. Remetendo à combinação da Teoria de Agência e da Sinalização de Morris (1987), observa-se que gestores têm incentivo para reduzir o conflito entre eles (agentes) e investidores (proprietários) ao mesmo tempo em que reduzem – ou não – a assimetria informacional por meio da sinalização.

Matsumoto (2002) e Skinner e Sloan (2002) investigaram características de firmas com esse perfil e encontraram evidências de que empresas maiores, e com maior

participação de investidores institucionais, podem ter respostas assimétricas às surpresas dos lucros. Especificamente, seus estudos mostram que as firmas de crescimento tendem a sofrer um declínio maior no preço das ações quando relatam surpresas negativas, uma vez que seus gestores estão mais propensos a atenderem às expectativas dos investidores. Consequentemente, os executivos que trabalham para essas empresas podem ter maior nível de incentivos para manipular os lucros reportados do que as empresas sem tais características, podendo haver ainda o gerenciamento de previsões quando analistas fossem orientados a reduzir suas previsões de lucros (MATSUMOTO, 2002).

A reação do mercado financeiro também estimula gestores a gerenciar resultados por meio da suavização de resultados, reduzindo a volatilidade dos lucros e, consequentemente, a percepção de risco pelos investidores. Chaney, Jeter e Lewis (1998) investigaram esse incentivo considerando a seguinte hipótese: se o Lucro Antes dos *Accruals* Discricionários (LAAD) do ano corrente é menor que o lucro reportado no ano anterior, então, os *accruals* discricionários serão positivos. Por outro lado, se o LAAD do ano corrente é maior que o lucro reportado no ano anterior, então, os *accruals* discricionários serão negativos.

Segundo Chaney, Jeter e Lewis (1998), as empresas que consistentemente suavizavam seus resultados apresentaram maiores retornos não esperados no momento da divulgação do lucro. Além disso, Fudenberg e Tirole (1995) argumentam que gestores que experimentam um desempenho ruim no período atual, e esperam um bom desempenho no próximo período, têm um incentivo para manipular os *accruals* discricionários com o intuito de aumentar os lucros quando gestores estão diante da possibilidade de perderem o emprego de alto nível, em virtude do baixo desempenho de suas funções (JIRAPORN et al., 2008).

Tucker e Zarowin (2006) examinaram se a suavização dos resultados distorce as informações contidas nos lucros ou se isso causa melhoria na qualidade dos lucros passados e atuais e da previsibilidade de fluxos de caixa futuros. Os resultados demonstraram que a alteração no preço atual das ações de empresas de maior suavização contém mais informações sobre os seus ganhos futuros do que as empresas com menor nível de suavização.

Para verificar o incentivo mais presente no gerenciamento de resultados, Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999) verificaram cada um dos três limites: (a) relatar lucros positivos, (b) manter o desempenho recente e (c) atender ou superar as expectativas dos analistas. Os resultados demonstraram que o último se apresentou como o limite mais

fraco, concluindo que os gestores se envolvem no gerenciamento de resultados contábeis para divulgar lucros positivos. Nessa direção, Burgstahler e Dichev (1997) encontraram evidências de que dois componentes do lucro – fluxo de caixa operacional e alterações no capital de giro – foram manipulados para evitar redução dos lucros e a divulgação de prejuízos. Sob argumentos da Teoria do Prospecto, os autores afirmam que gestores sob a probabilidade de diminuir suas riquezas se engajariam ativamente no gerenciamento de resultados.

Ainda baseado nos constructos da Teoria de Agência, gestores podem ter sua remuneração atrelada ao resultado contábil como forma de reduzir o conflito entre principal e agente. Segundo Sloan (1993), o lucro contábil reflete alterações específicas no valor da empresa e é menos sensível às flutuações do valor de mercado das empresas. Como resultado, a inclusão de medidas de desempenho baseadas em lucro nos contratos de remuneração dos executivos os ajuda a proteger de flutuações no valor da empresa que estão além de seu controle, sendo Healey (1985) já evidenciava que o gerenciamento de resultados estava vinculado à remuneração dos gestores.

Outro incentivo para o gerenciamento de resultados está relacionado à emissão de ações no mercado de capitais. Teoh, Welch e Wong (1998) observaram que o processo de IPO (*Initial Public Offering*) é particularmente suscetível ao gerenciamento de resultados, pois há alta assimetria informacional entre emissores e investidores no momento da oferta. Os autores reportam que os acréscimos anormais de *accruals* podem ser identificados antes das ofertas públicas iniciais. As fusões de ações são outra área em que o gerenciamento de resultados foi observado em potencial. Erikson e Wang (1999) relatam que nos trimestres que antecederam a fusão, as empresas adquirentes gerenciam os lucros para cima, aparentemente em uma tentativa de aumentar o preço das ações.

Nota-se que o gerenciamento de resultados nasce a partir dos constructos das Teorias de Agência e da Sinalização. O gestor, para atender os interesses dos investidores (proprietários) e reduzir o conflito identificado na teoria de agência e reduzir a assimetria informacional, encontra refúgio na norma contábil para sinalizar suas ações. Ao mesmo tempo, neste refúgio, pode incorrer no aumento da assimetria informacional, quando se utiliza do gerenciamento de resultados em detrimento de terceiros e em benefício próprio.

2.5.2 Gerenciamento de resultados: “bom” ou “ruim”?

Seguindo Berle e Means (1932) é de se esperar que gestores escolham e operem com sistemas e escolhas contábeis de forma a aprimorar seu bem-estar. O bem-estar desses gestores aumenta com a estabilidade no trabalho, com o nível hierárquico e com as compensações, por exemplo; cada um desses fatores está associado a lucros corporativos mais elevados. Além disso, gestores avessos ao risco atingem maior nível de satisfação quando o lucro é suavizado ao longo de períodos de divulgações (SUNDER, 2014). Espera-se, portanto, que esses gestores refutem a divulgação de mudanças abruptas no lucro e, conseqüentemente, sejam avessos ao litígio.

Gunny (2010) explica que uma associação positiva entre apenas atingir os valores de referência (*benchmark*), o gerenciando resultados e o desempenho subsequente é consistente com duas explicações distintas. Em primeiro lugar, o ato de simplesmente de atingir o *benchmark* e se engajar no gerenciamento de resultados pode trazer benefícios para a empresa que projeta melhor desempenho no futuro. Nessa direção, Bartov (1993) fornece evidências consistentes com os gerentes que vendem ativos fixos para evitar violações de cláusulas contratuais. Trueman e Titman (1988) acreditam que os gestores gerenciam resultados por meio das atividades reais para suavizar o resultado reportado e diminuir o custo da dívida. Segundo os autores explicitados neste parágrafo, são exemplos de práticas de gerenciamento de resultados para “bem informar”.

Em seguida, Bartov, Givoly, Hayn (2002) sugerem que as contrapartidas para atender às expectativas de lucros podem incluir a maximização do preço das ações, o aumento da credibilidade da administração para atender às expectativas das partes interessadas e evitar os litígios. Graham et al. (2005, p. 27) constatam que 86,3% dos executivos "acreditam que a reunião de benchmarks cria credibilidade com o mercado de capitais". Segundo os autores, acionistas se beneficiam quando os gestores gerenciam os resultados para atingir os valores de referência dos lucros, na medida em que os benefícios excedem os custos.

Watt e Zimmerman (1986), Holtahusen (1990) e Healy e Palepu (1993) argumentam que gestores exercem discricionariedade sobre os resultados para melhorar as informações sobre ganhos, permitindo a comunicação de informações privadas. Essa linha ganha suporte em Subramanyam (1996), que examina se o mercado de ações precifica os *accruals* discricionários. As evidências sugerem que, na média, o mercado atribui valor a esses *accruals* à medida que ajudam a prever fluxos futuros de caixa;

accruals discricionários aumentam o conteúdo informativo quando melhora o desempenho futuro dos lucros atuais.

É o que documentam Holthasen, Larker e Sloan (1995) e DeAngelo (1988) quando encontram evidências similares de que gestores tendem a manipular suas escolhas contábeis, para garantir seus empregos de alto nível, ou mesmo desenhar um quadro favorável de seu próprio desempenho para os acionistas.

Ademais, Teoh, Welch e Wong (1998) acreditam que o processo de IPO também favorece o gerenciamento de resultados oportunista. Os pesquisadores relatam que os acréscimos anormais do aumento dos lucros podem ser identificados antes das ofertas públicas iniciais. Além disso, estudos que enfocam cenários de alto risco (por exemplo, IPOs), em que *accruals* anormais provavelmente representam distorções fora dos limites do GAAP, também encontram uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados contábeis e propensão a litígios (GONG; LOUIS; SUN, 2008; DUCHARME; MALATESTA; SEFCIK, 2004).

Estudos também relacionam o gerenciamento de resultados contábeis ao endividamento das empresas. Iudícibus e Lopes (2008) verificaram que empresas mais alavancadas estão predispostas a escolher métodos contábeis que estimulam o aumento dos lucros, visto que há interesse em atrair investimentos para o negócio. Schipper (1989) já havia constatado essa evidência, sugerindo que essa intervenção proposital nos relatórios financeiros poderia gerar benefícios privados relacionados à maturidade da dívida e às taxas atrativas de financiamento.

Os trabalhos não são unânimes quanto ao argumento que o gerenciamento de resultados contábeis pode atribuir qualidade à informação contábil, uma vez que tem valor preditivo, bem como pode ser utilizado com vistas a distorcer a realidade financeira das firmas. À luz da Teoria do Prospecto, busca-se explicar as decisões relacionadas às práticas de gerenciamento de resultados sob o ponto de vista da responsabilização civil pelos atos da gestão (risco de litígio).

3 ASPECTOS METODOLOGICOS

Essencialmente, esta seção discorre sobre como a pesquisa científica foi conduzida para responder o problema de pesquisa. Nesse sentido, Bhattacharjee (2012) acrescenta que a construção da pesquisa científica requer dois conjuntos de habilidades – teóricas e metodológicas. Habilidade teóricas, “*Know-what*”, são consideravelmente mais difíceis de dominar, exigem anos de observação e reflexão e são habilidades tácitas.

Habilidades metodológicas, por sua vez, “*Know-how*”, são, relativamente, padronizadas e invariantes entre disciplinas.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Diversas tipologias de delineamentos de pesquisas aplicáveis às Ciências Sociais são preconizadas de formas distintas por diversos autores. O tipo de pesquisa apresentado pela maioria é o experimental, vindo na sequência o bibliográfico e o teórico (RAUPP; BEUREN, 2009). Sobretudo, Raupp e Beuren (2009) notaram significativas discrepâncias entre os tipos apresentados. Além disso, alguns autores apresentam as tipologias de forma agrupada, o que dificulta o entendimento dos autores e dos leitores sobre a metodologia aplicada.

Considerando o exposto e as peculiaridades da Contabilidade, Raupp e Beuren (2006) dividiram, de forma inteligível, a tipologia deste campo de pesquisa em três categorias: (a) quanto aos objetivos, que contempla a pesquisa exploratória, descritiva e explicativa; (b) quanto aos procedimentos, que aborda o estudo de caso, o levantamento, a pesquisa bibliográfica, documental, participante e experimental; e (c) quanto à abordagem do problema, que compreende as pesquisas qualitativas e quantitativas. Esta simples categorização, apesar de ser voltada para trabalhos monográficos, é suficiente para apresentação inicial este tópico.

O objetivo central desta pesquisa é verificar o comportamento dos gestores, frente à probabilidade de ganhos e perdas, à predisposição do gestor e se tal comportamento está associado com o grau de confiança dos mesmos. Portanto, quanto ao objetivo, a presente pesquisa se classifica como descritiva e explicativa. A abordagem explicativa é mais adequada para as investigações que já existem conhecimento do assunto, como é o caso do “gerenciamento de resultados contábeis”. Se busca conhecer características específicas de determinados aspectos, determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relação entre variáveis. A descrição dos aspectos é detalhada e fundamental para que se forneçam novas suposições, sugerindo outros meios para uma teoria mais bem desenvolvida. Na sequência, a pesquisa caracteriza-se como explicativa, uma vez que busca identificar fatores que contribuem para a verificação do fenômeno.

Quanto aos procedimentos, processo pelo qual se obtêm os dados (GIL, 2008) para responder o problema de pesquisa e se alcançarem os objetivos, esta pesquisa se classifica em bibliográfica, documental. É bibliográfica, pois se utiliza da literatura mais

relevante sobre o tema, de informações e conhecimentos prévios, para explicar o problema de pesquisa levantado; é documental, pois se utiliza de dados secundários, ou seja, material que ainda não recebeu uma análise profunda ou que pode ser reelaborado de acordo com os objetivos da pesquisa (GIL, 2008; MARTINS; THEOPHILO, 2009).

Finalmente, quanto à abordagem do problema, utilizou-se de método quantitativo, caracterizado pelo uso de instrumentos estatísticos no tratamento dos dados. Estes, por sua vez, foram coletados da base de dados da *Compustat*[®].

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

O universo da pesquisa é composto das empresas listadas nos mercados de capitais brasileiro e norte-americano no período de 2010 a 2018. Com fundamento em dois aspectos das finanças comportamentais - Teoria do Prospecto e excesso de confiança – busca-se verificar o comportamento do gestor - com base na estrutura do risco moral - no gerenciamento de resultados, em dois mercados economicamente distintos: Brasil e Estados Unidos, considerando dois distintos contextos que podem contribuir ou não o engajamento na manipulação de resultados. Destaca-se que o período amostral selecionado se deu em razão do padrão nacional dos demonstrativos financeiros estarem de acordo com o modelo internacional.

Para composição da amostra, foram excluídas as empresas financeiras e do setor de seguros e fundos em razão das peculiaridades desse grupo econômico quanto ao gerenciamento de resultados contábeis. Além disso, foram excluídas empresas que não apresentaram saldos para mensuração das variáveis, como por exemplo dados relacionados ao retorno das ações e às opções de ações dos gestores. Destaque-se que o uso desse instrumento no Brasil, ainda que datado da década de 1970, é restrito a um pequeno número de empresas.

Tabela 1 - Composição da amostra

Painel A – Brasil	
População (nº de observações)	3.155
(-) exclusão de empresas financeiras e de seguros e fundos	(226)
(-) dados faltosos para composição das variáveis (retorno das ações)	(1.102)
(-) dados faltosos para composição das variáveis (opções das ações do gestor)	(690)
(-) <i>Outliers</i>	(371)
= Amostra final	766
Painel B – Estados Unidos	
População (nº de observações)	91.616
(-) exclusão de empresas financeiras e de seguros e fundos	(3.200)
(-) dados faltosos para composição das variáveis (retorno das ações)	(24.736)
(-) dados faltosos para composição das variáveis (opções de ações do gestor)	(52.436)

(-) Outliers	(7.265)
= Amostra final	3.979

Fonte: Dados da pesquisa

3.3 DEFINIÇÃO E MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Partindo do problema de pesquisa que questiona o comportamento do gestor no gerenciamento de resultados das firmas, três palavras-chave irão nortear esta seção: gerenciamento de resultados, Teoria do Prospecto e excesso de confiança.

3.3.1 Gerenciamento de resultados contábeis

Os modelos apresentados a seguir são os que buscam detectar o gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais (decisões operacionais) para explicar o comportamento do gestor nestas duas perspectivas.

3.3.1.1 Modelo de detecção de gerenciamento de resultados por *accruals*

Para tanto, utiliza-se do modelo de Dechow et al. (2012) que fornece uma versão ajustada do modelo Jones Modificado, proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1996). O ajuste refere-se à reversão dos *accruals* totais de um período para o outro. Destaca-se que, assim como Thomas e Zhang (2000), torna-se relevante analisar e compreender o comportamento dos *accruals*, identificando a parcela não realizada devido ao simples erro de estimativa (gerenciamento de resultados não deliberado) e a parcela originada do comportamento oportunista. Esta tese utiliza os *accruals* discricionários como *proxy* para gerenciamento de resultados contábeis ou *Accruals Earnings Management (AEM)*. Embora a literatura exponha diversos modelos para estimá-los, esta tese utiliza de modelos mais atuais e que considera a reversão dos *accruals*, o modelo proposto por Dechow et al. (2012).

Para tanto, a mensuração dos *accruals* segue em três etapas: (i) estimação dos parâmetros da regressão para os *accruals* totais; (ii) cálculo dos *accruals* não-discricionários identificados nos parâmetros estimados na primeira etapa; e (iii) obtenção dos *accruals* discricionários pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não-discricionários (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996).

Para a determinação dos *accruals* discricionários, conforme mencionado anteriormente, foi utilizado modelo de Dechow et al. (2012), uma vez que este fornece uma versão atualizada do modelo de Jones Modificado, que captura a reversão dos *accruals* do período corrente. O modelo de Dechow et al. (2012) está apresentado pela Equação 2.

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_3 (PPE_{it}) + \beta_4 (TA_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

Equação (2)

Em que:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados por seu ativo total no final do período *t-1*;

A_{it-1} = ativo total da empresa *i* no final do período *t-1*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* entre o período *t-1* e o período *t*, ponderados por seu ativo total no final do período *t-1*;

ΔCR_{it} = variação das contas a receber de clientes entre o período *t-1* e o período *t*, ponderados por seu ativo total no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldo das contas do ativo imobilizado e ativo diferido no período *t*, ponderados por seu ativo total no final do período *t-1*;

TA_{it-1} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*, ponderados por seu ativo total no final do período *t-2*;

ε_{it} = termo de erro da regressão; e

α, β_{1-4} = coeficiente estimados na regressão.

Os *accruals* totais, variável dependente do modelo de Dechow et al. (2012), são divididos em discricionários e não discricionários. Enquanto os *accruals* não discricionários são explicados pelas variáveis independentes do referido modelo, os *accruals* discricionários são obtidos a partir do erro da regressão (resíduo). Dessa forma, quanto mais próximo de “0” for o resíduo, menor será o *accrual* discricionário (*proxy* para gerenciamento de resultados). De modo contrário, quanto mais distante de “0” for o resíduo, maior será o *accrual* discricionário, independentemente da direção tomada pelo resultado do erro da regressão.

3.3.1.2 Modelo de detecção de gerenciamento de resultados por atividades reais (atividades operacionais)

A detecção do gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais da empresa ou *Real Earnings Management* (REM) é avaliada pela mensuração de contas contábeis do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício que possam representar certos níveis das atividades operacionais da empresa. Os modelos buscam mensurar os níveis normais das atividades, por meio dos números contábeis; os erros da estimativa representam o nível de atividades “anormais” da empresa.

O modelo utilizado nesta pesquisa é o de Roychowdhury (2006). Os desvios são considerados a *proxy* para o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, basicamente, medidas pelo fluxo de caixa, despesas discricionárias e custo de produção.

A medida de gerenciamento de resultados mensura o nível anormal de REM_FCO , é uma *proxy* relacionada às atividades operacionais, que afetam os fluxos de caixa corrente da empresa. Argumenta-se que as empresas podem manipular as vendas, acelerando-as por meio da criação de descontos nos preços e de outras formas atrativas para aumentar as vendas no período atual. Todavia, é improvável que os descontos permaneçam continuamente e, portanto, levará a menores níveis de vendas em exercícios fiscais seguintes (ROYCHOWDHURY, 2006). O comportamento anormal do fluxo de caixa foi encontrado a partir da Equação 5:

$$REM_FCO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 R_{it} + \beta_2 \Delta R_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (3)}$$

Em que:

REM_FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais do final do período $t-1$;

A_{it-1} = ativos totais da empresa i no período $t-1$;

R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i no período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ε_{it} = termo de erro da regressão;

$\alpha_{0-1}, \beta_{1-2}$ = coeficientes estimados da regressão.

Tem-se o custo de produção verificado pelo custo da mercadoria vendida e pela variação do estoque:

$$REM_Pro_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1A_{t-1}) + \beta_1(R_{it}) + \beta_2(\Delta R_{it}) + \beta_3(\Delta R_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (4)}$$

Em que:

REM_Pro_{it} = custos de produção da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais do final do período $t-1$;

A_{it-1} = ativos totais da empresa i no período $t-1$;

R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i no período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i no período $t-2$ para o período $t-1$, ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ε_{it} = termo de erro da regressão;

α_0, β_{1-3} = coeficientes estimados da regressão.

Como descrito anteriormente, o gestor pode alterar o resultado contábil por meio da manipulação de algumas despesas com o intuito de melhorar este resultado. Roychowdhury (2006) estabelece uma regressão que busca verificar o padrão das despesas das empresas, sendo apuradas pela soma das despesas com publicidade, pesquisas e desenvolvimento, despesas gerais, administrativas e de vendas. Esse padrão é estimado pela Equação 5 e seus resíduos capturam o comportamento anormal das despesas operacionais.

$$REM_DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 R_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (5)}$$

Em que:

REM_Dis_{it} = despesas operacionais da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais do final do período $t-1$;

A_{it-1} = ativos totais da empresa i no período $t-1$;

R_{it}

= receitas líquidas da empresa i no período t , ponderada pelos ativos totais do final do período $t-1$;

ε_{it} = termo de erro da regressão;

α_{0-1}, β_1 = coeficientes estimados da regressão.

Seguindo o passo a passo para estimação dos *accruals*, a detecção do comportamento anormal dos custos de produção e das despesas operacionais, seguiu os seguintes passos:

Passo 1 – estimação dos parâmetros da regressão referentes ao comportamento anormal dos custos de produção e das despesas operacionais;

Passo 2 – obtenção dos comportamentos anormais por meio dos resíduos das regressões do Passo 1.

Nesta *proxy* de *REM*, o resultado do comportamento anormal dos *REM_FCO* e das *REM_Dis* foram multiplicadas por -1. Esse procedimento se justifica, pois quanto maiores essas *proxies*, mais provável é que a empresa esteja envolvida na manipulação de vendas e na redução de despesas discricionárias (COHEN; ZAROWIN, 2010). O modelo de gerenciamento de resultados por *accruals* (Equações 2) e por decisões operacionais (Equações 3, 4 e 5) foram estimados por meio de regressões do tipo *pooling* por setor econômico e por ano, seguindo uma sugestão e aplicação de Zang (2012). Em razão da amostra do estudo incluir apenas empresas brasileiras, optou-se por classificar as empresas nos setores conforme a listagem da B3.

Essas três mensurações de gerenciamento de resultados também foram combinadas em uma métrica agregada, de modo a identificar o efeito global da manipulação. essa métrica é a variável *REM_Agr* que capta o impacto total sobre a manipulação das atividades reais. Ela compreende a soma dos fluxos de caixa anormais (*REM_FCO*), das despesas discricionárias (*REM_Dis*) e dos custos de produção (*REM_Pro*). Essas mensurações são padronizadas pelo ativo total para o período financeiro precedente, de modo que possam ser somadas e os resultados comparados entre empresas de diferentes portes.

3.3.1.3 Níveis moderados e agressivos de gerenciamento de resultados

A análise empírica que se apresenta é a determinação do que se entende por gerenciamento de resultados agressivo (ou anormal). Como apresentado anteriormente,

utiliza-se de definição de gerenciamento de resultados, que é conhecida na literatura contábil, como medida de acumulação discricionária, conforme Healy (1985), Jones (1991), McNichols (2000) e Dechow e Dichev (2002). McNichols (2002) recomenda que pesquisadores combinem os determinantes de Jones (1991) e Dechow e Dichev (2002).

O primeiro passo é calcular os *accruals* totais. Essa medida de acumulações totais é regredida por um conjunto de variáveis descritas nos modelos citados como tendo um impacto significativo nos *accruals* totais. Em seguida, se definem os *accruals* não discricionários como o valor previsto de tal regressão e os *accruals* discricionários formados pelo erro (resíduo) da regressão. O quantil da distribuição de erro de previsão quanto mais tendente a 0 (zero) for, mais moderado será o *accrual* discricionário (*proxy* do gerenciamento de resultados); por outro lado, quanto mais se distancie de 0 (zero), independente do sinal, mais agressivo é o *accrual* discricionário.

Usando o valor da medida de acumulação discricionária, concentra-se no valor absoluto desses *accruals* para medir o seu tamanho e o seu sinal para ver se os *accruals* negativos ou positivos são tratados de forma diferente. A expectativa é que gestores decidam por *accruals* discricionários agressivos na probabilidade de perdas e sejam propensos ao risco, e que esse comportamento seja evidente em gestores excessivamente confiantes.

Ilustração 4 - Quantis de gerenciamento de resultados moderado x agressivo

1º quantil	2º quantil	3º quantil	4º quantil	Mediana do Erros de previsão	6º quantil	7º quantil	8º quantil	9º quantil
Erros de previsão relacionados aos <i>accruals</i> discricionários (AEM) e às atividades operacionais (REM) moderados					Erros de previsão relacionados aos <i>accruals</i> discricionários (AEM) e às atividades operacionais (REM) agressivos			

Fonte: Elaboração própria

3.3.2 Teoria do Prospecto

A Teoria do Prospecto é abordada sob uma visão da probabilidade de ganhos e perdas e da predisposição do gestor ao risco de gerenciar resultados contábeis.

a) Probabilidade de ganhos e perdas

Esse estudo postula que indivíduos podem agir de forma conservadora ou moderada nas práticas de gerenciamento de resultados para preservar situações de ganhos e podem agir de forma agressiva nos cenários que envolvem as perdas.

A literatura aponta que a relação entre o gerenciamento de resultados e o retorno das ações reflete uma oportunidade de ganhos e perdas para a firma e, pessoalmente, para o gestor, à medida que gestores manipulam os lucros em razão de alguns incentivos, como o de aumentar sua remuneração na forma de bônus (CAO; NARAYANAMOORTHY, 2011; LI; HWANG, 2017).

A probabilidade de ganhos e perdas é verificada pelo retorno anual das ações (RetAções), variável independente da análise, que é composto pela média geométrica dos retornos mensais das ações ao longo de um período de 12 meses que termina três meses após o encerramento do ano fiscal (SUBRAMANYAM, 1996). Destaca-se que retornos negativos foram tratados em módulo. Os preços das ações utilizados para calcular os retornos sobre as ações de capital foram obtidos a partir da base de dados Compustat® e consideraram o módulo dos valores negativos.

b) Predisposição do gestor ao risco

Prosseguindo na análise da Teoria do Prospecto, a situação de ganho ou perda envolve o comportamento do indivíduo sob situação que envolve risco. Logo, a predisposição do gestor para gerenciar resultados contábeis (de forma mais moderada ou agressiva) pode ser detectada por meio de fatores que refletem o risco do ambiente institucional.

Considerando os vieses genéricos cognitivos de Bazerman (2004) – armadilha de confirmação e previsão retrospectiva – acredita-se que os índices de governança mundial ou *Worldwide Governance Indicators* (WGI), formulado pelo Banco Mundial, pode refletir a percepção das pessoas e tendem a conduzir as ações no contexto público e privado. Dessa forma, os índices – (1) *Voice and accountability*; (2) *Political stability and absence no violence*; (3) *Government effectiveness*; (4) *Regulatory quality*; (5) *Rule of law*; e (6) *Control of Corruption* - podem refletir a predisposição do gestor ao risco de manipular os resultados contábeis (agressivo ou moderado).

Essas medidas demonstram a força do ambiente institucional do qual depende a governança corporativa. A governança corporativa, por sua vez, depende em parte do estado de direito, que se refere à execução de contratos e à qualidade do sistema judicial. Por meio de mecanismos como órgãos fiscalizadores, regulamentação e implementação de políticas, o ambiente institucional restringe e permite práticas de governança corporativa.

Uma das premissas desta pesquisa é que o ambiente institucional de um país tem impacto na predisposição do gestor para gerenciar resultados contábeis. Por sua vez, os Indicadores de Governança Mundial (WGI) do Banco Mundial refletem a eficácia do ambiente institucional de cada país (KAUFMANN; KRAAY; MASTRUZZI, 2007) na formulação e implementação de políticas de fins públicos e privados, captando a percepção das pessoas e das instituições sobre este cenário.

3.3.2 Excesso de confiança

Considerando que o gerenciamento de resultados reflete um julgamento contábil que, posteriormente, pode ser considerado deliberado ou não, a superavaliação inicial de lucros, pelo reconhecimento antecipado de receitas, por exemplo, seria relativamente menor que a superavaliação feita por um gerente excessivamente confiante de que o desempenho futuro cobriria suficientemente a reversão ou que o gerenciamento de resultados não seria detectado.

Logo, argumenta-se que gestores excessivamente confiantes têm maior probabilidade de se envolverem em ações/divulgações imprudentes/intencionais com vistas a distorcer a realidade financeira das empresas. Além disso, o comportamento proposto na Teoria do Prospecto não seria observado para gestores excessivamente confiantes de suas habilidades no gerenciamento de resultados ou mesmo de que tais práticas não seriam detectadas. Neste caso, as práticas de gerenciamento de resultados teriam maior viés intencional para distorcer a realidade econômico financeira da empresa, uma vez que a manipulação inicial tendenciosamente confiante, mesmo que não intencional, inicia o executivo em um declive escorregadio, que leva a uma maior probabilidade de gerenciamento de resultados oportunista (SCHRAND; ZECKMAN, 2012).

A primeira *proxy* para o excesso de confiança do executivo (Exc), medida no nível da empresa, é uma variável baseada na opção de exercício do gestor. Malmendier e Tate (2005, 2008) sugerem que a medida em que o gestor atrasa o exercício de opções, reflete seu grau de excesso de confiança. Espera-se que gestores exerçam suas opções (e presumivelmente as troquem por dinheiro) no primeiro momento em que as opções são investidas em dinheiro.

A *proxy* para verificar o excesso de confiança está relacionada com o *delay* das opções de ações do gestor que é medido pelo logaritmo natural do valor das opções não

exercidas, mas exercíveis, do CEO, em dinheiro; a variável foi coletada da base Compustat®. Seguindo Basu (1997), multiplicou-se a medida do excesso de confiança pelo retorno das ações para se obter o efeito dos ganhos e perdas no excesso de confiança dos gestores; tem-se a segunda variável representativa do excesso de confiança (Exc_Ret).

3.4 DESENHO DE PESQUISA: PROCEDIMENTOS ECONOMETRICOS PARA TESTE DE HIPÓTESES

Este estudo desenvolve questão de pesquisa baseado na Teoria do Prospecto. Conforme documentado na literatura, gestores têm incentivos para gerenciar resultados (DECHOW; SKINNER, 2000; KIRSCHENHEITER; MELUMAD, 2002), por exemplo, realizam ajustes nas receitas líquidas para evitar a divulgação de lucros maiores; essa ação atenua o efeito negativo causado pela menor precisão dos lucros inferidos no retorno das ações (TRUEMAN; TITMAN, 1988; SUBRAMANYAM, 1996). Do mesmo modo, conforme Li e Hwang (2017), o gerenciamento de resultados também ocorre para que gestores demonstrem um fluxo desejável ou constante de lucros futuros. E, embora a literatura demonstre que gestores têm vários incentivos para gerenciar resultados, poucas pesquisas se voltam a investigar o comportamento desses agentes como condutor dos níveis e tendências do gerenciamento de resultados.

Em particular, explora-se a relação não-linear da Teoria do Prospecto no gerenciamento de resultados de modo a investigar o comportamento do gestor nessa prática e compensar essa lacuna existente na literatura de gerenciamento de resultados, este estudo considera que o gestor conduz suas ações de acordo com o que propugna a Teoria do Prospecto.

Destaque-se que é uma prática predominante incluir salários, benefícios, bônus de desempenho e incentivos baseados em ações em contratos com executivos, os CEOs. Mais importante, os incentivos baseados em capital tornaram-se um componente popular do pacote de remuneração dos CEOs (BRICK; PALMON; WALD, 2006; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007; ABOODY; JOHNSON; KASZNIK, 2010). Devido a seu peso, os executivos podem considerar o retorno das ações um indicador de desempenho, como parte da remuneração baseada em ações especificada nos contratos de trabalho.

Dado o comportamento observado diante de ganhos e perdas, verifica-se seu comportamento dada sua predisposição ao risco frente o contexto da governança de seu

país: se avesso ou propenso. Sobretudo, admite-se que o gerenciamento de resultados pode ser uma estratégia segura ou arriscada para o gestor, uma vez que este pode se utilizar desse instrumento para produzir melhor qualidade informacional assim como pode manipular o resultado para corrigir percepções do mercado quando sofre perdas, por exemplo. Os argumentos tomados juntos fornecem base para apoiar a associação entre os níveis de gerenciamentos de resultados e níveis de retorno das ações, justificando que a relação entre esses dois elementos pode estar condicionada ao fato de estarem experimentando ganhos e perdas no mercado de ações.

Inicialmente, para detectar o gerenciamento de resultados, baseia-se no modelo de McNichols e Wilson (1988), conforme Equação 6.

$$DA_{it} = \alpha + \beta(PART)_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (6)}$$

Em que:

DA_{it} = *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;
 $PART_{it}$ = fatores que motivam o gerenciamento dos *accruals* da empresa *i* no período *t*;
 ε_{it} = termo de erro da regressão;

A variável *PART* corresponde aos incentivos anteriormente mencionados que motivam os gestores a se engajarem nas práticas de gerenciamento de resultados na probabilidade de ganhos e perdas. Segundo Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999) e Zang (2012), as empresas seriam motivadas a gerenciar os resultados quando atenderem, pelo menos, um dos seguintes incentivos:

$ANALYST_{it}$ = Variável *dummy* para empresas que atingirem ou superarem a expectativa dos analistas de mercado, atribuindo-se “1” quando o lucro por ação dos analistas de mercado no período *t* estiver entre 0,00 e 0,03 e “0”, caso contrário.
 $PROFIT_{it}$ = Variável *dummy* para empresas que evitarem divulgar perdas, reportando lucros próximos a zero, sendo atribuído valor “1” quando o lucro antes dos juros e impostos, ponderado pelo ativo total, no início do período *t* estiver entre 0,00 e 0,01 e valor “0”, caso contrário.
 $SUSPERF_{it}$ = Variável *dummy* para empresas que buscam manter o lucro reportado em período anterior, sendo atribuído valor “1” se a variação do lucro por ação do período *t-1* para o período *t* estiver entre 0,00 e 0,02 e valor “0”, caso contrário.

Paulo (2007) incluiu um ajustamento no modelo de McNichols e Wilson (1988), incluindo outros fatores considerados relevantes que afetam o gerenciamento de resultados por *accruals*, conforme descreve a Equação 8.

$$DAcc_t = \alpha + \hat{\beta}(PART)_t + \sum_{k=1}^k Y_k X_{kt} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (7)}$$

Em que:

$DAcc_t$	= <i>accruals</i> discricionários da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
$PART_t$	= conjunto de fatores que captura incentivos para o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
X_{it}	= outros fatores que influenciam o comportamento dos <i>accruals</i> discricionários da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

O fator X_{it} , representa outros fatores que afetam também o comportamento dos *accruals* discricionários, são constituídos por variáveis de controle e variáveis econômicas. Baseado, inicialmente, nos modelos de detecção de gerenciamento de resultados descritos por McNichols e Wilson (1988) e por Paulo (2007), busca-se identificar o comportamento do gestor no gerenciamento de resultados, sob a ótica da Teoria do Prospecto (probabilidade de ganhos e perdas e predisposição ao risco) e do excesso de confiança. Destaca-se que, para melhor visualização na Equação 8, os índices de governança mundial, anteriormente citados, foram substituídos pela variável relacionada à predisposição ao risco do gestor (*PredRisc*):

$$AEM_{it} = \alpha + \beta_1 RetAções_{it-1} + \beta_2 PredRisc_{it-1} + \beta_3 Exc_{it-1} + \beta_4 Exc_Ret_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (8)}$$

Em que:

AEM_{it}	= gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
$RetAções_{it}$	= retorno das ações da empresa <i>i</i> no período <i>t+1</i> ;
$PredRisc_{it-1}$	= predisposição ao risco do gestor da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
Exc_{it}	= excesso de confiança da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
Exc_Ret	= excesso de confiança <i>versus</i> retorno da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
α	= intercepto da regressão;
β_1	= coeficiente de interesse que capta o efeito do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> no retorno das ações da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
β_{2-4}	= coeficientes estimados da regressão da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

Seguindo a mesma direção, testou-se a hipótese que relaciona o gerenciamento de resultados por meio das decisões operacionais (Hipótese 2) à Teoria do Prospecto e ao excesso de confiança. A medida foi verificada por meio de dados anuais, uma vez que o gerenciamento de resultados operacionais ocorre quando os gestores percebem o futuro no final do ciclo operacional, assim, os ajustes no REM são efetivados nos

desdobramentos dos ciclos operacionais (ROYCHOWDHURY; 2006, ZANG; 2012; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2014).

$$REM_Agr_{it} = \alpha + \beta_1 RetAções_{it-1} + \beta_2 PredRisc_{it-1} + \beta_3 Exc_{it-1} + \beta_4 Exc_Ret_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (9)}$$

Em que:

REM_Agr_{it}	= gerenciamento de resultados por atividades reais agregado da empresa i no período t ;
$RetAções_{it}$	= retorno das ações da empresa i no período $t+1$;
$PredRisc_{it-1}$	= predisposição ao risco do gestor da empresa i no período t ;
Exc_{it}	= excesso de confiança da empresa i no período t ;
Exc_Ret	= excesso de confiança <i>versus</i> retorno da empresa i no período t ;
α	= intercepto da regressão;
β_1	= coeficiente de interesse que capta o efeito do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> no retorno das ações da empresa i no período t ;
β_{2-4}	= coeficientes estimados da regressão da empresa i no período t ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

Destaca-se que o gerenciamento de resultados por atividades reais é individualizado por meio dos níveis anormais dos fluxos de caixa, das despesas discricionárias e dos custos de produção.

$$REM_FCO_{it} = \alpha + \beta_1 RetAções_{it-1} + \beta_2 PredRisc_{it-1} + \beta_3 Exc_{it-1} + \beta_4 Exc_Ret_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{Equação (10)}$$

Em que:

REM_FCO_{it}	= gerenciamento de resultados por atividades reais por meio dos níveis anormais do fluxo de caixa da empresa i no período t ;
$RetAções_{it}$	= retorno das ações da empresa i no período $t+1$;
$PredRisc_{it-1}$	= predisposição ao risco do gestor da empresa i no período t ;
Exc_{it}	= excesso de confiança da empresa i no período t ;
Exc_Ret	= excesso de confiança <i>versus</i> retorno da empresa i no período t ;
α	= intercepto da regressão;
β_1	= coeficiente de interesse que capta o efeito do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> no retorno das ações da empresa i no período t ;
β_{2-4}	= coeficientes estimados da regressão da empresa i no período t ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

$$REM_Dis_{it} = \alpha + \beta_1 RetAções_{it-1} + \beta_2 PredRisc_{it-1} + \beta_3 Exc_{it-1} + \beta_4 Exc_Ret_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Equação (11)

Em que:

REM_Dis_{it}	= gerenciamento de resultados por atividades reais por meio dos níveis anormais das despesas discricionárias da empresa i no período t ;
$RetAções_{it}$	= retorno das ações da empresa i no período $t+1$;
$PredRisc_{it-1}$	= predisposição ao risco do gestor da empresa i no período t ;
Exc_{it}	= excesso de confiança da empresa i no período t ;
Exc_Ret	= excesso de confiança <i>versus</i> retorno da empresa i no período t ;
α	= intercepto da regressão;
β_1	= coeficiente de interesse que capta o efeito do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> no retorno das ações da empresa i no período t ;
β_{2-4}	= coeficientes estimados da regressão da empresa i no período t ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

$$REM_Prod_{it} = \alpha + \beta_1 RetAções_{it-1} + \beta_2 PredRisc_{it-1} + \beta_3 Exc_{it-1} + \beta_4 Exc_Ret_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Equação (12)

Em que:

REM_Pro_{it}	= gerenciamento de resultados por atividades reais por meio dos níveis anormais dos custos de produção da empresa i no período t ;
$RetAções_{it}$	= retorno das ações da empresa i no período $t+1$;
$PredRisc_{it-1}$	= predisposição ao risco do gestor da empresa i no período t ;
Exc_{it}	= excesso de confiança da empresa i no período t ;
Exc_Ret	= excesso de confiança <i>versus</i> retorno da empresa i no período t ;
α	= intercepto da regressão;
β_1	= coeficiente de interesse que capta o efeito do gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> no retorno das ações da empresa i no período t ;
β_{2-4}	= coeficientes estimados da regressão da empresa i no período t ;
ε_{it}	= termo de erro da regressão.

De modo geral, as relações esperadas das Equações, baseado no contexto teórico apresentado e nas variáveis-chave dessa pesquisa, são as seguintes:

Quadro 4 - Probabilidade de ganhos e perdas x Gerenciamento de resultados contábeis

Tipo Gerenciamento	Probabilidade de Ganhos e Perdas	Gerenciamento de Resultados	Relação
AEM/REM	Retornos das Ações (ganhos) →	Moderado →	Inversa
	Retornos das Ações (perdas) →	Agressivo →	Direta

Fonte: Elaboração própria

Quadro 5 - Predisposição ao risco do gestor x Gerenciamento de resultados contábeis

Tipo Gerenciamento	Predisposição ao Risco	Gerenciamento de Resultados	Relação
AEM/REM	Avesso ao risco →	Moderado →	Inversa
	Propenso ao risco →	Agressivo →	Direta

Fonte: Elaboração própria

Quadro 6 – Excesso de confiança do gestor x Gerenciamento de resultados contábeis

Tipo Gerenciamento	Excesso de confiança	Gerenciamento de Resultados	Relação
AEM/REM	Moderadamente confiante →	Moderado →	Direta
	Excessivamente confiante →	Agressivo →	Direta

Fonte: Elaboração própria

A literatura propugna que gestores com excesso de confiança superestimam sua capacidade de reduzir os riscos associados à decisão e supervalorizam o produto de seus esforços. Desse modo, acredita-se que gestores excessivamente confiantes são mais propensos ao risco e, por sua vez, mais agressivos em suas decisões (GERVAIS; HEATON; ODEAN, 2007). O excesso de confiança enverga o gestor em um caminho escorregadio e uma “distorção” inicial tendenciosa por um gestor excessivamente confiante leva a maior probabilidade de auditoria da SEC (SCHRAND; ZECKMAN, 2012).

Esquemáticamente, os Quadros 7, 8 e 9 apresentam as possíveis relações observadas entre o comportamento observado no gerenciamento de resultados, a Teoria do Prospecto (probabilidade de ganhos e perdas e predisposição ao risco) e o excesso de confiança do gestor:

Quadro 7 - Quadro de classificação dos grupos quanto à Teoria do Prospecto: probabilidade de ganhos e perdas

Probabilidade de ganhos e perdas	Gerenciamento de Resultados	
	Moderado	Agressivo
Ganhos	A	B
Perdas	C	D

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 7 evidencia possíveis relações entre os níveis de gerenciamento de resultados contábeis (agressivo e moderado) e a probabilidade de ganhos e perdas: Grupo A: níveis de gerenciamento de resultados moderados diante da probabilidade de ganhos; Grupo B: níveis de gerenciamento agressivos diante da probabilidade de ganhos; Grupo C: níveis de gerenciamento de resultados moderados diante da probabilidade de perdas; Grupo D: níveis de gerenciamento de resultados agressivos diante da probabilidade de perdas.

Quadro 8 - Quadro de classificação dos grupos quanto à Teoria do Prospecto: predisposição ao risco

Predisposição ao risco	Gerenciamento de Resultados	
	Moderado	Agressivo
Avesso	E	F
Propenso	G	H

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 8 evidencia as possíveis relações entre os níveis de gerenciamento de resultados e a predisposição ao risco de gerenciar: *Grupo E*: níveis de gerenciamento de resultados moderados, gestores avessos ao risco; *Grupo F*: níveis de gerenciamento de resultados agressivos, gestores avessos ao risco; *Grupo G*: níveis de gerenciamento de resultados moderados, gestores propensos ao risco; *Grupo H*: níveis de gerenciamento agressivos, gestores propensos ao risco.

Quadro 9 - Quadro de classificação dos grupos quanto ao excesso de confiança

Excesso de confiança do gestor	Gerenciamento de Resultados	
	Moderado	Agressivo
Excessivamente confiante	I	J
Moderadamente confiante	K	L

Fonte: Elaboração própria

O Quadro 9 evidencia possíveis relações entre os níveis de gerenciamento de resultados contábeis e o excesso de confiança do gestor, estabelecendo os seguintes grupos: *Grupo I*: níveis de gerenciamento moderados, gestores excessivamente confiantes; *Grupo J*: níveis de gerenciamento de resultados agressivos, gestores excessivamente confiantes; *Grupo K*: níveis de gerenciamento de resultados moderados, gestores moderadamente confiantes; *Grupo L*: níveis de gerenciamento de resultados agressivos, gestores moderadamente

Para testar as hipóteses da pesquisa, por meio das Equações 8, 9, 10, 11 e 12, fez-se uso da regressão por Mínimos Quadrados em 3 Estágios (MQ3E) e regressão quantílica para o painel de dados. A regressão por meio do modelo em três estágios se torna eficiente quando se pretende estimar uma equação na qual a variável endógena (gerenciamento de resultados contábeis) pode ser escrita em termos de variáveis tanto exógenas quanto endógenas. A introdução da variável endógena como explicativa em um modelo acarreta problemas se a estimação for feita por mínimos quadrados ordinários (MQO), pois esta estará correlacionada com o termo erro. Nesse caso, o MQO produz estimadores inconsistentes. Inicialmente, para evitar problemas como o MQO, o MQ2E substitui as variáveis explicativas endógenas por variáveis instrumentais. Assim, num primeiro estágio, são feitas regressões das formas reduzidas, nas quais uma variável endógena é

explicada apenas por variáveis exógenas. No segundo estágio, os valores esperados das variáveis explicativas endógenas são usados na estimação da equação estrutural (JUDGE et al., 1988).

Um teste relevante quando se trabalha com variáveis instrumentais é o teste de endogeneidade sugerido em Wooldridge (2014). Isso porque o MQ2E estimado em função apenas de variáveis explicativas exógenas é menos eficiente, visto que suas estimativas podem ter elevados erros-padrão. Ademais, já que não se consideram as covariâncias entre os resíduos, os estimadores de MQ2E não são totalmente eficientes. O MQ3E, por sua vez, estima todos os coeficientes de forma conjunta e reestima o modelo usando a matriz de pesos estimada, corrigindo esse aspecto (VALENTE et al., 2012).

Com vistas a confirmar os resultados identificados no modelo de 3 estágios, e, principalmente, identificar os níveis de gerenciamento de resultados ao longo de toda distribuição, efetuou-se a regressão quantílica. Definiu-se esse método uma vez que, diferente da regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), se observa a magnitude da relação entre as variáveis em cada quantil, isto é, analisa-se qual é a relação de cada quantil de probabilidades de ganhos e perdas no retorno das ações com os níveis de gerenciamento de resultados. Nas regressões em torno da média, por MQO, é possível incluir efeitos fixos de modo a se observar a variação *within* (dentro) dos grupos. É possível a inclusão dos efeitos fixos na regressão quantílica em painel (KOEKNER, 2004; CANAY, 2011; GALVÃO JÚNIOR, 2011).

Além disso, a regressão quantílica apresenta algumas vantagens, tais como (CAMERON; TRIVEDI, 2010): permite estudar toda distribuição condicional da variável dependente a partir de um ou mais regressores; por ser um método semi-paramétrico, pode ser utilizado nas situações em que a distribuição não é normal (gaussiana), consequentemente, os parâmetros estimados podem ser mais eficientes do que a estimação por MQO; é robusta à presença de *outliers* e à não homogeneidade da variância.

4 ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Para apresentar análise mais minuciosa acerca do gerenciamento de resultados contábeis sob a perspectiva da Teoria do Prospecto, esta seção, inicialmente, analisa os dados do Brasil, seguido dos dados do mercado norte americano e procede com a discussão dos resultados.

4.1 ESTIMAÇÃO DOS NÍVEIS NORMAIS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS (POR ACCRUALS E POR ATIVIDADES REAIS)

Para encontrar as variáveis utilizadas como *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis procedeu-se com a estimação dos níveis normais dos *accruals* e das atividades reais – por meio do fluxo de caixa, dos custos de produção, das despesas operacionais e do gerenciamento de resultados por decisões operacionais agregado, apresentados nas Tabelas 2. Os modelos utilizados para estimar os níveis normais de gerenciamento de resultados se apresentam significativos, ou seja, o conjunto de variáveis contribui para a explicação da variável dependente uma vez que o teste *F* fosse significativo ao nível de 5% (WOOLDRIDGE, 2014). Além disso, os modelos têm alto poder explicativo para os *accruals* ($R^2 = 55,03\%$ para o Brasil; $R^2 = 81,07\%$ para os Estados Unidos) e para as decisões operacionais (média de $R^2 = 48,25\%$ para o Brasil; $R^2 = 50,33\%$ para os Estados Unidos).

Tabela 2 – Estimação dos níveis normais de gerenciamento de resultados

PAINEL A – Brasil							
TA		REM_FCO		REM_Dis		REM_Pro	
Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.
TA _{it-1}	-0,0276***	1/A _{it-1}	0,0037***	1/A _{it-1}	0,0008***	1/A _{it-1}	0,0130***
1/A _{it-1}	0,0037***	R _{it}	0,4986***	R _{it}	0,1071***	R _{it}	0,0416**
ΔR _{it} - ΔCR _{it}	0,0504**	ΔR _{it}	0,0157***	Intercepto	0,049***	ΔR _{it}	0,3259***
PPE _{it}	0,3995**	Intercepto	0,023***			ΔR _{it-1}	0,0385**
Intercepto	-0,034***					Intercepto	-0,039***
Obs	3.352	Obs	3.076	Obs	3.221	Obs	3.155
Prob>F	0,000	Prob>F	0,000	Prob>F	0,000	Prob>F	0,000
R ²	0,5503	R ²	0,2107	R ²	0,3368	R ²	0,9001

PAINEL B – Estados Unidos							
TA		REM_FCO		REM_Dis		REM_Pro	
Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.	Var Indep.	Coef.
TA _{it-1}	-0,0408***	1/A _{it-1}	-0,0845**	1/A _{it-1}	0,2091***	1/A _{it-1}	0,2577***
1/A _{it-1}	0,0439***	R _{it}	0,0343***	R _{it}	-0,1849***	R _{it}	0,0228***
ΔR _{it} - ΔCR _{it}	0,0056**	ΔR _{it}	0,2533**	Intercepto	0,0090***	ΔR _{it}	-0,0352**
PPE _{it}	0,3381**	Intercepto	-			ΔR _{it-1}	-0,0129**
			0,0744***				
Intercepto	-0,0359***					Intercepto	0,0091***

Obs	91.114	Obs	87.090	Obs	85.391	Obs	87.788
Prob>F	0,000	Prob>F	0,000	Prob>F	0,000	Prob>F	0,000
R ²	0,8107	R ²	0,4379	R ²	0,5670	R ²	0,5051

*, ** e *** representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa

O comportamento anormal dos *accruals* identificou os *accruals* discricionários ($DAcc_{it}$), identificando o gerenciamento de resultados por *accruals* (AEM_{it}) que foi detectado pelos erros de estimação do modelo de Dechow et al. (2012), conforme explicitado no item 3.3.1.1. Por sua vez, as *proxies* do gerenciamento de resultados por atividades reais foram reunidas nas seguintes variáveis: REM_FCO_{it} relacionada às atividades operacionais que afetam os fluxos de caixa; REM_Dis_{it} relacionada às despesas discricionárias; REM_Pro_{it} relacionada aos custos de produção; e REM_Agr_{it} relacionada ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais agregado em uma única variável, conforme modelo de Roychowdhury (2006).

Em seguida, os níveis anormais de gerenciamento de resultados foram analisados em variados quantis a fim de verificar a magnitude dos níveis de discricionariedade do gestor. Desse modo, torna-se oportuno, evidenciar algumas estatísticas descritivas para as variáveis-chave da pesquisa.

4.2 ANÁLISE UNIVARIADA PARA OS MERCADOS BRASILEIRO E NORTE AMERICANO

Inicialmente, é oportuno evidenciar algumas estatísticas descritivas das variáveis chave do estudo. Como se fez uso das técnicas dados em painel e de regressão quantílica, foram verificadas as estatísticas descritivas para a amostra como um todo, conforme demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3 – Análise descritiva das variáveis de pesquisa

PAINEL A - Brasil					
Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
AEM	-0,0188	-0,0098	0,9899	-0,9743	0,1685
REM_FCO	0,0026	0,0013	0,8262	-0,8879	0,1288
REM_Dis	-0,0003	-0,0106	0,5710	-0,4133	0,0903
REM_Pro	-0,0002	0,0091	0,9509	-0,8839	0,1378
REM_Agr	-0,0019	0,0181	0,9866	-0,9804	0,2472
Ret_Ações	0,0005	0,0025	0,2767	-0,2254	0,0397
Exc	6,6116	6,5834	12,8199	0,6990	2,4099

Exc_Ret	0,0311	0,0000	1,1582	-0,9945	0,3935
Voic_Acc	-0,0378	-0,0800	0,1700	-0,2800	0,1568
Politic	-0,1188	-0,0800	0,0400	-0,4200	0,1366
Govern	-0,2145	-0,3400	0,1700	-0,5300	0,2350
Enforc	-0,0407	-0,0782	0,1653	-0,3133	0,1624
Rule_law	-0,1046	-0,0802	0,0441	-0,2844	0,1109
Cont_Corr	-0,2128	-0,3385	0,1659	-0,5321	0,2311

PAINEL B – Estados Unidos

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
AEM	0,0586	0,0228	0,9996	-0,9997	0,3664
REM_FCO	0,1510	0,1716	0,9826	-0,9832	0,2849
REM_Dis	-0,2553	-0,2642	0,9750	-0,9972	0,3640
REM_Pro	-0,0817	-0,0805	0,8191	-0,9956	0,2145
REM_Agr	0,0213	0,0354	0,9990	-0,9963	0,4231
Ret_Ações	0,0200	0,0150	0,1029	-0,1302	0,0239
Exc	0,6168	0,8924	1,0000	-11,1930	0,8229
Exc_Ret	0,0004	0,0006	0,4446	-0,3807	0,0270
Voic_Acc	1,1032	1,1100	1,1600	1,0500	0,0331
Politic	0,5359	0,5900	0,6800	0,3400	0,1296
Govern	1,5040	1,5200	1,5500	1,4600	0,0328
Enforc	1,4070	1,4600	1,6300	1,2600	0,1400
Rule_law	1,6107	1,6100	1,6400	1,5600	0,0230
Cont_Corr	1,3613	1,3800	1,4100	1,2700	0,0465

Fonte: Dados da pesquisa

Em média, durante o período analisado, observam-se *accruals* negativos para o ambiente brasileiro e *accruals* positivos para o mercado norte americano, demonstrando que, em média, empresas brasileiras não preferem melhorar os resultados com *accruals* positivos, ou até mesmo, queiram piorar, com *accruals* negativos. Por outro lado, no mercado norte americano, acredita-se que, com maior frequência, o gestor manipule um volume necessário de *accruals* discricionários positivos de forma que consiga reportar os resultados projetados para a firma. Quando se analisa os valores extremos e o desvio padrão, remete-se à baixa dispersão das amostras, indicando que os volumes de *accruals* discricionários tendem a ser congruentes.

Em média, a manipulação por atividades operacionais parece ter menor incidência no mercado brasileiro em relação ao mercado norte americano, considerando os volumes da manipulação das atividades operacionais, tanto individuais, como agregada. Reis,

Cunha e Ribeiro (2014) mostraram que a manipulação de resultados por *accruals* pode ser preferida em detrimento das decisões operacionais, uma vez que, geralmente, não se reflete no fluxo de caixa e não influencia a estrutura operacional das empresas, uma vez que, no contexto brasileiro, gestores não têm tanta flexibilidade para influenciar esses aspectos. Além disso, Ewert e Wagenhofer (2005) concluíram que quanto mais rígidas forem as regras contábeis, maior é a incidência de manipulação por atividades operacionais em detrimento dos *accruals* discricionários, apesar do gerenciamento de resultados não diminuir, simplesmente, ocorrer a mudança de estratégia.

Nesta análise preliminar, pode-se inferir que o retorno das ações, em geral, próximo de zero, pode estimular gestores a desenvolverem atitudes mais agressivas diante de retornos mais baixos (próximos de zero) e negativos (LI; HWANG, 2017), tendendo a gerenciar resultados contábeis ativamente. Ao se confrontar média e mediana do conjunto de dados, nota-se, no contexto brasileiro, tendência média dos retornos das ações à metade menor da amostra; por outro lado, no contexto dos Estados Unidos, a tendência desses retornos é direcionada à metade maior da amostra.

A medida baseada em opções desenvolvida por Malmendier e Tate (2005) para verificar o excesso de confiança dos gestores (Exc e Exc_Ret) depende da probabilidade de os CEOs superconfiantes adiarem o exercício das opções, pois argumentam que os CEOs superconfiantes superestimam os retornos de seus projetos de investimento e, portanto, superestimam o aumento do valor de suas empresas. Inicialmente, verificou-se que, no ambiente brasileiro, o atraso ou o *delay* no exercício de opções é superior quando comparado ao mercado norte americano; no entanto, esta evidência deve ser confirmada ou não por meio da análise multivariada. Ressalta-se que o desvio padrão da variável Exc no ambiente brasileiro é relativamente elevado, indicando alta dispersão amostral, possivelmente, em razão de grupos de empresas que apresentam maior atraso no exercício de opções em relação à amostra como um todo.

Em relação aos índices de governança mundial – que, neste estudo, buscam examinar a predisposição do gestor no contexto “de risco” para gerenciar resultados contábeis - quando negativo, devem sinalizar cenário desfavorável para atividades oportunistas do gestor, ou seja, indicadores negativos indicam piores índices de governança do país. Digno de nota, os índices, no ambiente brasileiro, se apresentam negativos.

Logo, piores índices de governança do país estariam relacionados com maior disposição do gestor se envolver nos níveis mais agressivos de gerenciamento de

resultados. Ao mesmo tempo que, índices positivos estariam relacionados com menor disposição do gestor em praticar níveis mais agressivos de gerenciamento; caso contrário, poderia existir excesso de confiança do gestor. Segundo Martinez e Ramos (2006), a adoção de boas práticas de governança é essencial para o desenvolvimento dos mercados de capitais, uma vez que os princípios de governança – transparência, equidade, obediência às leis e prestação de contas – visam melhor estruturação e resolução dos conflitos sociais.

4.3 O EFEITO DA PROBABILIDADE DE GANHOS E PERDAS, DA PREDISPOSIÇÃO DO GESTOR AO RISCO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR *ACCRUALS* E POR ATIVIDADES REAIS NO MERCADO BRASILEIRO

Antes de apresentar os resultados da regressão quantílica, buscou-se verificar a relação do retorno das ações, dos índices de governança mundial (predisposição ao risco do gestor) e do excesso de confiança na variação média nos *accruals* discricionários e no gerenciamento de resultados por atividades reais. Para isso, fez-se o uso da técnica dos Mínimos Quadrados em 3 Estágios (MQ3E) que foi considerado método adequado por considerar a endogeneidade entre o gerenciamento de resultados, o retorno das ações e o excesso de confiança, além de contornar o problema de correlação contemporânea entre os erros.

Vale enfatizar que a não consideração de outras variáveis de controle nos modelos, pode-se levar a problemas de variáveis omitidas, sobretudo quando estas são correlacionadas com as variáveis independentes do modelo. Entretanto, como o painel de dados foi estimado com efeitos fixos, esse problema pode ser mitigado quando as variáveis omitidas são constantes ao longo do período analisado (WOOLDRIDGE, 2014).

4.3.1 O efeito observado por meio do modelo de regressão em três estágios (MQ3E)

Nesta análise, o modelo tem o poder explicativo em torno dos 13% da amostra. O retorno das ações não sugere influência sobre os níveis dos *accruals* discricionários. Essa primeira evidência sugere que o retorno das ações – probabilidade de ganhos ou perdas – não influencia os volumes médios de *accruals* discricionários das empresas. Entretanto, é inerente à literatura do gerenciamento de resultados contábeis, que investidores tendem

a recompensar as empresas que atendem ou superam as suas expectativas de ganhos no retorno das ações (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002; SKINNER; SLOAN, 2002).

Há, também, relação da ação oportunista do gestor na manipulação dos números contábeis para atender cláusulas restritivas dos contratos de dívida (*covenants*) bem como para melhorar sua própria remuneração quando previsto pagamento por desempenho (MATSUMOTO, 2002). Neste caso, supõe-se que gestores com pagamentos significativos baseados em ações estão mais propensos aos níveis mais agressivos de manipulações oportunistas; destaque-se que a proxy do excesso de confiança está relacionada com a remuneração baseada em ações.

A Tabela 4 apresenta relação das “variáveis chave” da pesquisa com o gerenciamento de resultados por *accruals*. Nesta relação, observa-se influência significativa, dos fatores de risco que buscam identificar a predisposição do gestor ao risco para gerenciar resultados contábeis. Destaca-se que, nesta análise, os índices de governança mundial são discriminados individualmente.

Tabela 4 - Regressão em MQ3E para o AEM

Variáveis	Coefficientes	t
AEM		
Ret_Ações	-0,0645	-0,12
Voic_Acc	0,0180	0,24
Politic	-0,123	-4,34***
Govern	-0,2901	-2,27***
Enforc	0,5981	0,68
Rule_Law	-0,1171	-0,70
Cont_Corr	-0,1550	-0,60
Exc	0,0133	0,35
Exc_Ret	0,0178	0,55
Constante	-0,0371	-0,89***

R² 13,10%

Chi2 36,70***

Obs: 738

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Fonte: Dados da pesquisa

Os indicadores “Politic” e “Govern”, apresentaram influência negativa e significativa, ao nível de 1%, sobre os níveis de *accruals* discricionários, indicando que a estabilidade política de um país pode afetar a confiança dos investidores de que o estado de direito prevalecerá no país (ELESWARAPU; VENKATARAMAN, 2006) e,

consequentemente, o desenvolvimento do mercado de capitais. Por sua vez, isso afetaria o grau de assimetria de informação entre os participantes do mercado. Da mesma forma, a eficácia do governo pode afetar o grau de assimetria de informação em um país. Assim, afirma-se que, tanto a estabilidade política quanto a eficácia do governo estão associadas à probabilidade de uma empresa se engajar no gerenciamento de ganhos; neste caso, por meio da manipulação por *accruals* discricionários.

É possível que a insignificância do efeito do retorno das ações e do excesso de confiança sobre o gerenciamento de resultados por *accruals*, se dê em decorrência da não consideração dos níveis de *accruals* discricionários (moderado e agressivo) nesse modelo.

A Tabela 3, por sua vez, demonstra a influência dos ganhos, das variáveis representativas dos fatores de risco do gestor e do seu excesso de confiança nas formas de mensuração do gerenciamento de resultados por atividades reais; para melhor visualização, apresenta-se tabela consolidada.

Tabela 5 - Regressão em MQ3E para as modalidades de REM

Variáveis	REM_FCO		REM_Dis		REM_Pro		REM_Agr	
Ret_Ações	0,0492	1,33	0,0112	3,00***	-0,0248	-3,98***	-0,0427	-3,69***
Voic_Acc	0,0003	0,27	0,0718	0,07	-0,00417	-0,20	-0,0667	-0,17
Politic	0,0002	0,63	-0,0187	-0,55	-0,0842	-0,15	-0,0298	0,30
Govern	0,0010	2,96***	0,0244	0,69**	-0,0470	-0,81	-0,0123	1,05
Enforc	0,0015	4,47***	0,0875	2,60***	-0,0448	-0,80	0,0755	0,73
Rule_Law	0,0037	5,96***	0,0114	1,81*	-0,0423	-0,40	-0,0258	-1,31
Cont_Corr	0,0001	0,23	-0,0527	-0,89	0,0129	1,30	0,0245	1,33
Exc	0,0329	1,88**	0,0366	2,07**	-0,0101	-3,50***	-0,0102	-1,88**
Exc_Ret	0,0754	1,78**	0,0327	0,76**	-0,0492	-0,69	-0,0105	-0,78
Constante	0,2679	0,18	-0,0126	-0,86	0,0039	0,17	-0,0285	-0,64
R ²	9,28%		4,40%		5,74%		4,58%	
Chi2	46,23***		5,68***		20,91***		21,42**	
Obs.:	752		752		643		643	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que a manipulação das decisões operacionais sob o fluxo de caixa foi a única modalidade em que o retorno das ações não se apresentou significativo. Ou seja, os retornos positivos ou negativos das ações não são suficientes para gestores se envolverem neste tipo de gerenciamento de resultados. Segundo Zang (2012), o comportamento do

fluxo de caixa operacional pode ser ambíguo, uma vez que é afetado por decisões diferentes. Por exemplo, os descontos concedidos nas vendas e a superprodução para reduzir os custos diminuem o fluxo de caixa das atividades operacionais, ao passo que a redução das despesas discricionárias provoca aumento nesse fluxo.

Os ganhos influenciam gestores a manipularem os resultados por meio das despesas discricionárias, enquanto as perdas os influenciam a manipularem por meio dos custos de produção. Ademais, as perdas observadas no retorno das ações também apresentam influência para a medida agregada da manipulação das atividades operacionais. Isto é condizente ao argumento de que a relação entre os níveis anormais de atividades operacionais e o desempenho das empresas - em termos de retornos das ações - é uma questão empírica, pois as diversas técnicas de gerenciamento apresentam consequências distintas no fluxo de caixa. Por exemplo, tanto o corte das despesas discricionárias como o aumento dos níveis de produção consistem nessas técnicas de manipulação de atividades operacionais; no entanto, a primeira aumenta os fluxos de caixa enquanto a segunda reduz tais fluxos.

A manipulação das atividades operacionais - despesas discricionárias - foi a única que se apresentou influenciada positivamente pelo retorno das ações, indicando que, congruente com Roychowdhury (2006), quanto maiores os ganhos, mais os gestores manipulam decisões discricionárias por meio da redução de despesas discricionárias (despesas gerais e administrativas). Ademais, é razoável supor com base nessa evidência que, diante de retornos positivos, há preferência pela manipulação das atividades operacionais por meio das despesas discricionárias, uma vez que esta forma tende a aumentar os fluxos de caixa, ao passo que no caso de perdas nos retornos das ações, não há tal necessidade.

Os fatores relacionados à efetividade governamental (Govern), à força da lei (Enforc) e ao estado de direito (Rule_Law) apresentam sinal positivo para o fluxo de caixa e para as despesas discricionárias, com significância estatística variando entre 1% e 10%. Desse modo, quanto maior o escrutínio das normas e dos regulamentos e tão quanto mais prevaleça o estado de direito, maior a incidência do gerenciamento de resultados das atividades operacionais - fluxos de caixa e despesas discricionárias. Tal evidência pode estar relacionada com o argumento de que esta modalidade de gerenciamento de resultados é de mais difícil detecção que o gerenciamento de resultados por *accruals* (KIM; SOHN, 2013).

Sobretudo, destaca-se a influência significativa (ao nível de 5%) e positiva das variáveis representativas do excesso de confiança (Exc e Exc_Ret) sobre a manipulação operacional por meio do fluxo de caixa e das despesas discricionárias; inicialmente, isto sugere que gestores excessivamente confiantes tendem a praticar este tipo de gerenciamento. Deve-se observar que as empresas com gestores superconfiantes tendem a gerenciar os ganhos para cima, portanto, terão maior fluxo de caixa das operações, menores custos de produção e menores despesas discricionárias em comparação com empresas com gestores não superconfiantes.

Nessa direção, a manipulação por meio dos custos de produção (REM_Pro) e da métrica agregada (REM_Agr) apresentaram-se influenciadas pelo retorno negativo das ações. Logo, a probabilidade de perdas no retorno das ações incentiva gestores a manipularem ativamente as atividades operacionais por elevados custos anormais de produção e, conseqüentemente, intenso uso das atividades operacionais reais para manipular os resultados para o período financeiro.

Considerando que diferentes mensurações apresentam diferentes impactos nos resultados relatados, a concentração numa medida agregada pode diluir e mascarar os efeitos individuais; portanto, os resultados são apresentados para cada variável que captura os efeitos individuais da manipulação por meio das atividades reais (COHEN; DEY; LYS, 2008).

4.3.2. O efeito observado por meio do modelo de regressão quantílica

As Tabelas 6, 7, 8, 9 e 10 fornecem, respectivamente, os resultados das regressões quantílicas estimadas por meio das Equações 8 para o AEM e das Equações 9, 10, 11 e 12 para o REM_FCO, REM_Dis, REM_Pro e REM_Agr, respectivamente. Destaca-se que o objetivo principal dessa técnica estatística é avaliar a associação e a magnitude das variáveis explicativas da pesquisa ao longo da distribuição das variáveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais.

Os resultados estão evidenciados para os nove quantis - de modo evidenciar a disposição dos níveis mais moderados e mais agressivos de gerenciamento de resultados contábeis - os coeficientes das variáveis independentes, os respectivos níveis de significância incluídos na estatística *t* e o Pseudo R^2 que corresponde ao coeficiente de determinação do modelo para cada quantil.

Tabela 6 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (AEM)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1° Q	Coef	0,01	-0,26	0,05	-0,28	0,44	0,45	-0,23	-0,02	-0,07	-0,03	8,55%
	t	1,25	-0,49	0,31	-0,73	1,42	0,76	-0,96	-0,27	-0,53	-0,09	
2° Q	Coef	0,01	-0,16	0,04	-0,31	0,38	0,61	-0,26	-0,09	-0,05	-0,01	6,42%
	t	1,60*	-0,42	0,30	-1,14	1,73*	1,43	-1,77*	-1,32	-0,58	-0,03	
3° Q	Coef	0,01	0,01	0,04	-0,29	0,40	0,33	-0,23	-0,02	-0,06	-0,07	6,27%
	t	1,54**	-0,01	0,53	-1,59	2,75***	1,19	-2,04**	-0,54	-1,02	-0,54	
4° Q	Coef	0,00	-0,10	0,03	-0,23	0,31	0,46	-0,29	-0,02	-0,03	0,00	5,32%
	t	0,65**	-0,54	0,57	-1,79	2,87***	2,22	-3,14***	-0,73	-0,63	0,01	
5° Q	Coef	0,04	-0,19	0,02	-0,23	0,37	0,51	-0,30	-0,06	0,02	0,05	7,27%
	t	-0,17**	-0,89	0,24	-1,52	3,07***	2,20	-3,08***	-1,59	0,47	0,50	
6° Q	Coef	0,01	-0,09	-0,02	-0,27	0,42	0,39	-0,29	-0,03	0,03	-0,01	7,95%
	t	-0,65***	-0,37	-0,20	-1,57	2,97 ***	1,43	-2,65***	-0,65	0,51	-0,05	
7° Q	Coef	0,01	-0,17	-0,02	-0,36	0,24	0,51	-0,22	-0,07	0,05	0,05	6,79%
	t	-0,73***	-0,70	-0,22	-2,09	1,67*	1,88	-2,03**	0,02	0,90	0,42	
8° Q	Coef	-0,02	-0,09	-0,04	-0,37	0,23	0,59	-0,25	0,02	0,04	0,03	6,09%
	t	-0,69**	-0,27	-0,39	-1,62	1,26**	1,65	-1,71*	0,36	0,56	0,16	
9° Q	Coef	-0,10	0,23	-0,18	-0,78	0,84	0,70	-0,64	-0,10	-0,08	-0,17	5,78%
	t	0,13***	0,33	-0,78	-1,59	2,07**	0,90	-2,05**	0,09	-0,48	-0,47	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Observações: 431

Fonte: Dados da pesquisa

A partir do 2º quantil, o retorno das ações, assim como indicadores de governança mundial apresentam significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% ao longo dos quantis. O ganho no retorno das ações é positivo e significativo, variando entre 5% e 10%, nos quantis mais baixos e mediano (entre o 2º e 5º quantis), indicando que, a probabilidade de ganhos nos retornos das ações engaja os gestores na manipulação por *accruals* de forma mais conservadora. A partir do 6º quantil, a influência passa a ser negativa, com significância variando entre 1% e 5%. Ou seja, a manipulação de resultados se torna mais agressiva quando da perspectiva de perdas no retorno das ações.

A variável “Enforc” que representa a capacidade do governo de formular e implementar políticas e regulamentos sólidos que promovam o desenvolvimento do setor privado - isto inclui o risco de que as operações comerciais se tornem mais caras devido

a opacidade e ineficiência do ambiente regulatório - apresentou sinal positivo com influência significativa sobre os *accruals* discricionários. Acredita-se, diante de tal evidência, que o sistema legal do país não impede decisões discricionárias contidas no gerenciamento de resultados por *accruals* nos níveis mais moderados.

Ao mesmo tempo, o *enforcement* regulatório também apresenta influência significativa e positiva dessa vez nos quantis mais agressivos – 6º ao 9º quantil - sinalizando que, o rigor regulatório não desestimula os níveis agressivos de manipulação por *accruals*. No entanto, observa-se que nestes quantis o retorno das ações se apresenta com influência negativa significativa, indicando que o envolvimento nos níveis mais agressivos, apesar do rigor regulatório, se justifica em razão de retornos negativos (probabilidade de perdas/aversão às perdas).

Destaca-se que a magnitude da influência do regime de competência (*accrual basis*) e outros conceitos contábeis mudam conforme a estrutura institucional e organizacional no qual a firma está inserida, como o sistema de normas e o *enforcement*, por exemplo. Destaca-se que, segundo Brei (1996, p. 103), “a corrupção apresenta-se como um fenômeno que enfraquece as leis, a democracia, a confiança no Estado, a legitimidade dos governos e a moral pública”; isto pode justificar os sinais positivos da variável “Enforc” e os sinais negativos da variável “Cont_Corr”.

A variável “Cont_Corr”, que reflete o grau de controle da corrupção do país ao longo do tempo, apresenta influência significativa (níveis de 1%, 5% e 10%) e negativa ao longo da distribuição. Essa variável deve ser interpretada como “ausência de corrupção”, logo, quanto menor é o controle de corrupção, maior é o nível de corrupção no país. Uma vez que foi verificado sinal negativo com influência significativa, constata-se, assim como Santos e Takamatsu (2018), que, quanto menor o controle da corrupção, maior a tendência da firma se envolver na manipulação mais agressiva por *accruals* discricionários. Nota-se maior efeito desse indicador sobre o 9º quantil, o mais agressivo.

Logo, os níveis mais agressivos de gerenciamento de resultados por *accruals* ocorrem frente a um cenário propício a isto, uma vez que, entre as consequências da corrupção, está sua influência sobre a qualidade da informação contábil e, consequentemente, do *enforcement* regulatório (execução das normas); isto porque as características dos países relacionadas à infraestrutura econômica, política e legal influenciam o mercado de capitais e a maneira como os números contábeis são apresentados (BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003).

Não se pode afirmar que gestores, nesse contexto, são propensos ao risco, uma vez que suas decisões agressivas levam em consideração um cenário em que não há incentivo para padrão de qualidade contábil, de auditoria de evidenciação dos relatórios contábeis (RIAHI-BELKAOU, 2004); há predominância de números contábeis opacos, em que os resultados seriam apresentados de forma mascaradas, salientando-se as perdas e os ganhos, a depender da motivação do gestor (BHATTACHARYA; DAOUK; WELKER, 2003). O excesso de confiança dos gestores não demonstrou exercer influência sobre a manipulação de resultados por meio de *accruals* discricionários.

A Tabela 7 apresenta o resultado da manipulação de atividade operacional por meio do comportamento anormal do fluxo de caixa operacional. Observa-se que não houve influência dos ganhos ou perdas sobre os níveis mais moderados ou mais agressivos; tampouco, os fatores de risco apresentaram influência sobre os níveis de manipulações operacionais. Sobretudo, as variáveis representativas do excesso de confiança do gestor (Exc e Exc_Ret) apresentaram significância estatística positiva nos quantis 3, 4 e 5.

Nota-se, nesses quantis, o maior efeito dos coeficientes sobre os níveis de gerenciamento de resultados. Logo, gestores são mais confiantes nas decisões de manipular atividades operacionais nesta modalidade sob níveis mais moderados – uma vez que se aproximam do 5º quantil. Tal evidência pode ser justificada por Balsam, Bartov e Marquardt (2002) que identificaram que empresas que fornecem altos níveis de remuneração em opções de ações alocam uma parcela menor do valor das opções às manipulações discricionárias para reduzir as críticas a essa remuneração.

Ademais, especialistas em remuneração corroboram que gestores manipulam os resultados para maximizar a remuneração e que os investidores deveriam aplaudir o uso do fluxo de caixa como determinante da remuneração do CEO, porque, diferentemente dos ganhos, o fluxo de caixa é "limpo" e não pode ser facilmente manipulado (BARTOV; MOHANRAM, 2004).

Tabela 7 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_FCO)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	0,03	-0,19	-0,61	0,45	-0,62	-0,98	-0,56	0,01	-0,01	0,06	3,35%
	t	6,12	-0,12	-1,24	0,86	-12,47	10,65	-6,53	1,09	2,26	3,02	
2º Q	Coef	-0,01	0,61	-0,72	0,57	-0,79	0,79	-0,58	0,01	0,03	-0,08	2,75%

	t	-0,51	0,20	-0,62	1,30	-0,25	0,66	-1,31	1,23	0,66	-2,07	
3° Q	Coef	-0,01	0,42	-0,29	0,39	-0,63	0,36	-0,39	0,01	0,03	-0,06	3,76%
	t	-0,33	0,22	-0,41	1,43	-0,33	0,48	-1,43	2,26**	1,02**	-2,48**	
4° Q	Coef	-0,01	0,75	0,50	0,60	-0,92	-0,43	-0,62	0,01	0,06	-0,02	4,55%
	t	-0,77	0,41	0,75	0,24	-0,51	-0,62	-0,24	1,69*	1,97**	-0,91	
5° Q	Coef	-0,08	0,31	0,88	0,59	-0,32	-0,94	-0,55	0,01	0,01	0,01	4,71%
	t	-0,05	1,53	1,19	0,21	-1,62	-1,22	-0,19	0,69*	0,35**	0,31	
6° Q	Coef	0,05	0,18	0,97	-0,86	-0,20	-0,99	0,91	-0,28	0,02	0,04	4,78%
	t	0,28	0,83	1,19	-0,28	-0,91	-1,18	0,29	-0,06	0,55	1,43	
7° Q	Coef	0,02	0,12	0,29	0,11	-0,12	-0,40	-0,12	0,01	-0,01	0,02	5,27%
	t	0,74	0,51	0,33	0,33	-0,51	-0,44	-0,35	0,57	-0,17	0,78	
8° Q	Coef	0,01	-0,36	-0,08	-0,48	0,44	-0,08	0,42	0,01	-0,02	0,05	5,56%
	t	0,71	-0,16	-0,09	-0,16	0,20	-0,09	0,14	0,42	-0,60	1,71*	
9° Q	Coef	0,01	0,13	0,86	-0,26	-0,12	-0,12	0,27	0,01	-0,04	0,07	5,52%
	t	0,64	0,32	0,56	-0,44	-0,29	-0,77	0,45	0,98	-0,62	1,35	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Obs: 361

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 8 apresenta a segunda estratégia de gerenciamento de resultados por atividades operacionais, desta vez, identificado por meio do comportamento anormal das despesas discricionárias. Observa-se que nesta modalidade, os ganhos são significativamente positivos no baixos quantis de gerenciamento de resultados; por outro lado, a partir do 6º quantil, os retornos das ações se tornam negativos e não significantes, ou seja, não interferem nos níveis mais agressivos desse tipo de manipulação operacional.

Como existe uma relação significativa e positiva com os quantis da variável REM_Dis de 10% a 50%, isso indica que os gestores corporativos, provavelmente, estão mais inclinados a envolver-se neste tipo de manipulação de lucros de forma mais moderada quando as empresas experimentam ganhos significativos no retorno das ações. Portanto, os níveis de manipulação de atividades operacionais por meio das despesas discricionárias crescem à medida que o retorno das ações aumenta, no entanto, nos mais baixos níveis. Condizente à argumentação da Teoria do Prospecto, essa evidência sugere que os gestores sob a perspectiva de ganhos no retorno das ações tomam decisões mais conservadoras em relação a este tipo de gerenciamento e são menos propensos a aumentar ou diminuir artificialmente os resultados contábeis.

Tabela 8 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Dis)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1° Q	Coef	0,03	-0,15	-0,33	0,83	0,12	0,52	-0,83	0,01	0,02	-0,13	9,18%
	t	2,44***	-0,08	-0,49	0,32	0,06	0,74	-0,32	2,52	0,52	-5,80***	
2° Q	Coef	0,04	0,22	-0,44	2,32	-0,25	0,64	-2,39	0,01	-0,01	-0,10	4,68%
	t	2,56***	0,12	-0,62	0,85	-0,13	0,86	-0,88	1,34	-0,23	-4,32***	
3° Q	Coef	0,02	0,26	-0,33	1,42	-0,23	0,42	-1,48	0,03	-0,02	-0,07	6,34%
	t	2,27**	0,20	-0,69	0,77	-0,18	0,83	-0,80	1,14	-1,12	-4,21***	
4° Q	Coef	0,02	-1,16	-0,21	0,38	1,08	0,20	-0,35	0,01	-1,12	-0,04	6,69%
	t	0,02	-1,16	-0,21	0,38	1,08	0,20	-0,35	0,00	-0,02	-0,04	
5° Q	Coef	2,70***	-1,01	-0,50	0,24	0,94	0,46	-0,22	0,48	-1,10	-2,88***	8,53
	t	0,02	-0,69	-0,38	1,05	0,63	0,41	-1,05	0,05	-0,02	-0,04	
6° Q	Coef	2,12**	-0,54	-0,79	0,58	0,49	0,83	-0,58	2,04	-0,89	-2,63***	9,46%
	t	0,01	-0,71	-0,01	-1,58	0,75	0,12	1,51	0,06	0,01	-0,02	
7° Q	Coef	0,93	-0,36	-0,02	-0,57	0,38	0,16	0,54	1,62	0,18	-0,95	8,53%
	t	-0,01	0,60	-0,22	0,09	-0,52	0,24	-0,02	0,06	0,00	0,00	
8° Q	Coef	-0,07	0,25	-0,25	0,03	-0,22	0,25	-0,05	1,28	-0,03	-0,02	5,58%
	t	-0,02	1,80	-0,18	0,77	-1,64		0,66	0,07	-0,03	0,03	
9° Q	Coef	-0,42	0,46	-0,15	-1,93	-0,23	0,19	1,80	0,05	-0,01	0,06	7,74%
	t	-0,09	0,67	-0,19	-0,20	-0,61	0,18	0,17	1,35	-0,01	0,80	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Obs: 301

Fonte: Dados da pesquisa

Os indicadores de governança, utilizados para verificar a predisposição do gestor de gerenciar resultados frente ao ambiente institucional, não se mostraram significantes assim como gestores não apresentam excesso de confiança ao praticar esse tipo de manipulação. A Tabela 9, por sua vez, apresenta o efeito dos coeficientes estimados dos ganhos/perdas, da predisposição do gestor e do seu excesso de confiança para os vários quantis de gerenciamento de resultados por atividades operacionais por meio do comportamento anormal dos custos de produção.

Assim como identificado por Roychowdhury (2006), o retorno das ações está negativamente relacionado com custos anormais de produção, uma vez que apresentou significância estatística negativa a partir do 5° quantil, demonstrando que, sob a probabilidade de perdas no retorno das ações, os gestores tendem a se envolver nos níveis mais agressivos desse tipo de manipulação.

Os coeficientes estimados associados à predisposição do gestor pelo risco não apresentaram significância estatística ao longo de toda distribuição. Já o excesso de

confiança do gestor (Exc e Exc_Ret) apresentou-se com significância estatística negativa variando entre 1% e 5%. Ou seja, quanto menor o *delay* do exercício de opções dos gestores (menor excesso de confiança), maior é o envolvimento do gestor nos quantis mais agressivos. Conclui-se que gestores não excessivamente confiantes têm maior probabilidade de aumentar os custos anormais de produção.

Tabela 9 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Pro)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1° Q	Coef	-0,07	0,49	1,29	-9,33	-0,26	-0,98	9,12	-0,02	0,05	-0,10	7,07%
	t	1,89	0,10	0,71	1,37	-0,05	-0,52	1,33	-2,46	0,58	-1,56	
2° Q	Coef	-0,05	0,21	0,44	-6,16	0,04	-0,63	6,21	-0,02	-0,03	-0,04	5,92%
	t	-1,31	0,04	0,23	-0,86	0,01	-0,32	0,86	-1,99	-0,37	-0,69	
3° Q	Coef	-0,05	3,09	0,67	-0,21	-3,01	-1,10	0,39	0,00	-0,02	0,00	4,00%
	t	-1,39	0,69	0,41	-0,03	-0,67	-0,63	0,06	-1,99	-0,20	0,05	
4° Q	Coef	-0,02	0,38	0,46	-3,14	0,15	-0,68	3,14	-0,01	-0,06	0,00	3,53%
	t	-0,54	0,11	0,35	-0,63	-0,04	-0,49	0,62	-1,88*	-0,92	0,04	
5° Q	Coef	-0,04	2,03	0,66	-2,35	-1,73	-0,87	2,36	-0,01	-0,03	0,06	4,18%
	t	-1,65*	0,74	0,66	-0,61	-0,64	-0,82	0,61	-2,64***	-0,72***	1,71*	
6° Q	Coef	0,00	1,37	0,57	-3,09	-1,04	-0,77	3,04	-0,01	-0,03	0,07	4,55%
	t	-2,08**	0,59	0,66	-0,94	-0,45	-0,85	0,92	-2,89***	0,07***	2,42**	
7° Q	Coef	-0,03	2,24	0,48	-2,67	-1,84	-0,59	2,54	-0,08	0,00	0,07	5,12%
	t	-1,85**	0,98	0,57	-0,83	-0,81	-0,68	0,79	-1,84**	-0,08**	2,36**	
8° Q	Coef	-0,04	4,27	1,71	-6,52	-3,90	-1,60	6,35	-0,01	-0,01	0,14	6,12%
	t	-1,79**	1,51	1,63	-1,63	-1,38	-1,46	1,58	-2,13**	0,22**	3,78***	
9° Q	Coef	-0,04	0,22	0,88	-3,42	-0,19	0,94	3,52	-0,01	-0,01	0,21	6,19%
	t	-1,35**	0,07	0,73	-0,75	-0,06	-0,75	0,77	-1,89**	0,21**	4,98***	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Obs: 294

Fonte: Dados da pesquisa

Seguindo na análise anterior, Roychowdhury (2006) procurou investigar o uso de gerenciamento de resultados nas três modalidades anteriores por meio da manipulação das vendas, da redução das despesas discricionárias e da superprodução para reduzir o custo fixo unitário e, conseqüentemente, o custo dos produtos vendidos. Verificou-se que as empresas suspeitas de gerenciar os resultados de forma intencional e discricionária, apresentaram níveis mais baixos de comportamento anormal dos fluxos de caixa operacional e das despesas discricionárias ao passo que os custos de produção apresentaram níveis mais altos ou mais agressivos.

Essas três métricas de gerenciamento de resultados (REM_FCO, REM_Dis e REM_Pro) foram combinadas em uma métrica agregada (REM_Agr) de modo captar o impacto das variáveis explicativas sobre a manipulação global por meio das atividades operacionais reais; os resultados são apresentados na Tabela 10.

De modo geral, os ganhos ou perdas, assim como as variáveis representativas da predisposição do gestor ao risco e do seu excesso de confiança não influenciam os níveis de gerenciamento de resultados operacionais de forma agregada. À exceção do quantil mais baixo, o primeiro, no qual as perdas foram significantes ao nível de 10%, apresentando o maior efeito sobre a manipulação de resultados em relação aos demais quantis ainda que não significantes.

Essa evidência pode ser explicada por Cohen, Dey e Lys (2008) como consequência de diferentes mensurações da manipulação que apresentam diferentes impactos nos resultados relatados, assim, a concentração em uma única métrica poderia diluir e mascarar os efeitos individuais. Portanto, onde aplicável, os resultados dos testes realizados são apresentados tanto para cada variável que captura os efeitos individuais da manipulação por meio de atividades operacionais reais como pela métrica agregada.

Tabela 10 - Regressão quantílica modelo de pesquisa (REM_Agr)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1° Q	Coef	-0,01	-9,19	-2,95	0,33	9,48	3,29	-0,66	-0,02	0,19	-0,32	5,26%
	t	-1,76*	-1,18	-1,02	0,03	1,22	1,09	-0,06	-1,00	1,43	-3,23**	
2° Q	Coef	-0,01	-5,67	-2,67	8,58	5,09	2,52	-8,12	-0,03	0,13	-0,05	4,26%
	t	-1,22	-0,53	-0,67	0,56	0,47	0,60	-0,53	-1,56	0,69	-0,39	
3° Q	Coef	0,00	-1,07	0,19	-1,42	1,30	-0,43	1,56	-0,03	0,04	-0,02	2,95%
	t	-0,29	-0,13	0,06	-0,12	0,15	-0,13	0,13	-1,81	0,26	-0,17	
4° Q	Coef	0,00	-3,58	-0,85	-1,12	3,79	0,50	1,29	-0,02	-0,03	0,00	2,95%
	t	-0,27	-0,53	-0,34	-0,12	0,56	0,19	0,14	-1,72	-0,27	0,05	
5° Q	Coef	-0,27	-0,53	-0,34	-0,12	0,56	-0,46	7,56	-1,72	-0,27	0,05	2,70%
	t	0,00	-1,86	0,20	-7,63	2,42	-0,21	0,96	-0,02	0,00	0,07	
6° Q	Coef	-0,99	-0,34	0,10	-0,98	0,44	-0,72	4,28	-1,96	0,04	1,04	2,57%
	t	-0,01	3,08	0,60	-4,36	2,55	-0,40	0,65	-0,01	0,01	0,13	
7° Q	Coef	-1,57	0,66	0,34	-0,66	-0,55	-2,64	9,98	-1,52	0,06	2,09**	3,14%
	t	0,00	2,82	2,31	-9,74	-2,68	-1,60**	1,66	-0,01	-0,05	0,20	
8° Q	Coef	-1,09	0,66	1,46	-1,62	-0,63	-3,68	20,02	-1,34	-0,61	3,69***	5,45%
	t	-0,01	1,74	3,53	-19,83	-1,43	-1,74*	2,59	-0,02	-0,02	0,30	
9° Q	Coef	-1,23	0,32	1,74	-2,57	-0,26	-2,02	7,01	-1,51	-0,19	4,31***	

t	-0,01	-6,56	1,38	-6,43	-6,00	-0,65	0,62	-0,01	0,11	0,43
---	-------	-------	------	-------	-------	-------	------	-------	------	------

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Obs: 394

Fonte: Dados da pesquisa

Isto também porque embora o REM ofereça algumas vantagens em relação ao AEM, também apresenta certas restrições. O REM tem impacto direto no fluxo de caixa e, conseqüentemente, é mais caro sob o ponto de vista financeiro. Assim, gestores não teriam motivação para gerenciar resultados por meio de decisões operacionais se os benefícios decorrentes do REM não forem suficientemente grandes em relação aos custos associados, não compensaria o seu emprego (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

4.4 O EFEITO DA PROBABILIDADE DE GANHOS E PERDAS, DA PREDISPOSIÇÃO DO GESTOR AO RISCO E DO EXCESSO DE CONFIANÇA NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS E POR ATIVIDADES REAIS NO MERCADO NORTE AMERICANO.

Assim como no item anterior, fez-se uso da técnica dos Mínimos Quadrados em 3 Estágios (MQ3E) que foi considerado o método adequado por considerar a endogeneidade entre o gerenciamento de resultados e as variáveis explicativas, além de contornar o problema de correlação contemporânea entre os erros.

4.4.1 O efeito observado por meio do modelo de regressão em três estágios (MQ3E)

Diante desses pressupostos apresentados para a regressão em 3 estágios, tem-se os efeitos das variáveis explicativas nas formas de gerenciamento de resultados explicitados nas Tabelas 11 e 12.

Na manipulação de resultados por *accruals*, a probabilidade de ganhos e perdas, representada no retorno das ações, parece não influenciar os níveis discricionários de *accruals*. Possivelmente, outros incentivos previstos na literatura nacional e internacional - atingir o lucro previsto por analistas de mercados; diminuir a volatilidade dos lucros; evitar a divulgação de perdas; melhorar sua própria remuneração; e apresentar melhores resultados no momento da emissão de títulos no mercado financeiro - influenciam os níveis de discricionariedade.

Por outro lado, fatores associados à predisposição do gestor ao risco apresentaram influência negativa ao nível de 1% sobre os níveis de *accruals* discricionários, são eles: voz e transparência (Voic_Acc); eficácia do governo (Govern); qualidade regulatória (Enforc); e controle da corrupção (Cont_Corr). Estas evidências indicam que as aparentes influências no gerenciamento de resultados são atribuíveis ao contexto do país, referente às pressões de mercado, estruturas institucionais e ambientes socioeconômicos (LEUZ; NANDA; WY SOCKI, 2003; BURGSTÄHLER; EAMES, 2006; OTHMAN; ZEGHAL, 2006; RENDERS; VANDENBOGAERDE, 2008; ENOMOTO; KIMURA; YAMAGUCHI, 2015).

Gestores se dispõem a gerenciar resultados quando o cenário do país é propício à falta de liberdade de expressão e de participação dos cidadãos na seleção do governo; às pressões políticas e à incredulidade da formulação e da implementação das políticas públicas e privadas de um governo; e à corrupção, incluindo pequenas e grandes formas do poder público ser exercido com vistas aos fins privados.

Tabela 11 - Regressão em MQ3E para o AEM

Variáveis	Coefficientes	t
AEM		
Ret_Ações	0,2142	0,85
Voic_Acc	-1,4511	5,67***
Politic	-0,2640	-1,56
Govern	-0,8340	-3,58***
Enforc	-0,0990	-0,48***
Rule_Law	-0,5099	-0,70
Cont_Corr	-1,0511	-3,28***
Exc	-3,7306	-0,51
Exc_Ret	0,0207	0,80
Constante	2,2439	3,37***
R ²	3,82%	
Chi2	145,45***	
Obs	3.659	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Fonte: Dados da pesquisa

Por outro lado, na Tabela 12 a manipulação de resultados por meio das atividades operacionais, de modo geral, apresentou-se influenciada pelos ganhos no retorno das ações, pelos índices de governança mundial e pelo excesso de confiança do gestor. De

modo geral, analisa-se como os incentivos de capital, intrínseco no retorno das ações, bem como os fatores associados à predisposição do gestor ao risco e seu excesso de confiança se associam às estratégias de gerenciamento de resultados por atividades reais no cenário norte-americano. Destaca-se, sobretudo, a relação negativa e significativa entre a manipulação das atividades operacionais por meio das despesas discricionárias e o retorno das ações como a única inversamente proporcional.

Tabela 12 - Regressão em MQ3E para as modalidades de REM

Variáveis	REM_FCO		REM_Dis		REM_Pro		REM_Agr	
Ret_Ações	0,3237	1,73*	-0,5228	-2,17**	0,1090	0,74***	0,3012	1,08***
Voic_Acc	-1,0752	5,63***	-2,2001	-8,98***	0,1863	1,25	1,3024	4,60***
Politic	-1,8002	-14,31***	-,8372	5,18***	0,3988	4,06***	1,3894	7,43***
Govern	-2,5347	14,58***	-1,2376	-5,55***	0,2986	2,20**	0,9992	-3,87***
Enforc	-1,7533	-11,42***	-1,1642	5,91***	0,0872	0,73	0,7051	3,09***
Rule_Law	-2,1385	-3,94***	-1,7974	2,58***	1,8968	4,47***	2,1656	2,69***
Cont_Corr	-0,8428	-3,53***	-0,6752	-2,21***	0,3727	2,00**	1,9142	5,40***
Exc	-0,0101	-1,85	-0,0676	-0,96	7,5306	1,76**	0,0243	2,99***
Exc_Ret	0,0219	1,13	0,0487	0,20	0,0298	-1,97**	0,0563	-1,96**
Constante	3,1754	6,40***	-0,0260	-0,04	-4,6361	-11,97***	-7,7469	-10,52***
R ²	12,29%		11,45%		5,03%		12,22%	
Chi2	512,87***		472,90***		193,67***		509,54***	
Obs.:	3.659		3.659		3.654		3.659	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

Fonte: Dados da pesquisa

O coeficiente negativo e significativo do retorno das ações, ao nível de 5%, indica a magnitude da relação entre os retornos negativos das ações e a manipulação das atividades operacionais por meio das despesas discricionárias (maiores os cortes das despesas discricionárias, por exemplo). Isto é condizente com as evidências encontradas no mercado brasileiro por Reis, Lamounier e Bressan (2014), nas quais, para evitar reportar perdas, gestores somente conseguem manipular as atividades operacionais por meio da redução das despesas operacionais (vendas, gerais e administrativas), devido, provavelmente, à pouca flexibilidade do processo produtivo e à restrição de caixa; logo, evitam manipular as atividades por meio das vendas e dos níveis de produção para tal objetivo.

Com relação à predisposição do gestor ao risco, nota-se que todos os indicadores de governança apresentaram sinal negativo e significância estatística ao nível de 1% para

a manipulação operacional - despesas discricionárias e fluxos de caixa. Ou seja, quanto piores forem os índices de governança do país, maiores são os incentivos para gerenciar resultados por meio das despesas discricionárias e dos fluxos de caixa, evitando-se a manipulação dos custos de produção.

Por outro lado, esses indicadores apresentaram influência positiva e significativa, variando entre os níveis de 1% e 5% sobre a manipulação das atividades por meio dos custos de produção, sinalizando que a qualidade do ambiente institucional não impede o envolvimento nessa estratégia. Tomando os resultados em conjunto, nota-se influência também positiva e significativa, ao nível de 5%, do excesso de confiança do gestor. Ou seja, o gestor tende a ser excessivamente confiante nesta sua decisão.

A governança, nesse contexto, tem o papel de guardião na prevenção do gerenciamento de resultados pernicioso e de outras práticas contábeis antiéticas. Tanto é que, os aspectos de transparência, o respeito pelos direitos dos acionistas, o tratamento igualitário dos acionistas e a prestação de contas confiáveis, influenciam gestores a se envolvem nessas práticas.

Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2010) constataram que a fraca governança facilita o gerenciamento de resultados, uma vez que os acionistas têm informações que permitem inferir sobre eventos futuros, como fluxo de caixa e retorno de ações. Algumas pesquisas analisaram os indicadores de governança mundial como possíveis formas de explorar, limitar e incentivar o gerenciamento de resultados contábeis: Lemma, Negash e Mlilo (2017), Santos e Takamatsu (2018), Daniel, Cieslewicz e Pearson (2012), Memis e Cetenak (2012), Martinez (2011).

A perspectiva de ganhos no retorno das ações se torna positiva e significativa na manipulação das atividades operacionais por meio do fluxo de caixa e dos custos de produção, além da medida agregada, que identifica o efeito global dessa manipulação. Com menor significância em relação às demais modalidades, o retorno das ações influenciou, ao nível de 10%, a ocorrência de gerenciamento de resultados por atividades reais por meio dos fluxos de caixa; já a manipulação das atividades, por meio dos custos de produção e da medida agregada, tiveram influência ao nível de 1%.

Isto sugere que os gestores, na perspectiva dos ganhos, são propensos a gerenciar as atividades reais por meio dessas duas modalidades. Ressalta-se que uma das formas de gerenciar resultados por meio das decisões operacionais pressupõe descontos nos preços para vender mais e, assim, aumentar os lucros. Ao mesmo tempo, um aumento nas vendas é acompanhado pelo aumento dos níveis de produção, pois as empresas, ao aumentarem

suas vendas, deve produzir mais para atender a demanda, incorrendo em maiores custos de produção (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2014).

Destaca-se, sobretudo, que nem sempre o gerenciamento de resultados por atividades altera o fluxo de caixa e o lucro na mesma direção (GUNNY, 2010), uma vez que, embora o aumento da produção para reduzir o custo do produto e, consequentemente, aumentar os lucros, pode reduzir o fluxo de caixa se o aumento das vendas não for suficiente para absorver o aumento dos estoques não vendidos.

Em geral, a literatura fornece evidências de que o mercado compreende as consequências do gerenciamento de resultados na precificação das ações, principalmente, em relação à manipulação por redução de despesas discricionárias ao mesmo tempo que falha ao avaliar o efeito do gerenciamento pelos custos de produção e também em relação ao fluxo de caixa (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR., 2016). Gestores também percebem as consequências no mercado de capitais ao gerenciarem os resultados por meio das atividades operacionais; quando diante de retorno negativos se utilizam das despesas discricionárias para manipular as atividades e, quando diante de retornos positivos, se engajam na manipulação pelos fluxos de caixa e pelos custos de produção.

Destaca-se que os indicadores de governança, diferente dos dois primeiros métodos, apresentaram com significância estatística positiva. Inicialmente, essa evidência sugere que gestores estão dispostos a gerenciar resultados por atividade reais independente do ambiente institucional não ser propício às práticas de gerenciamento de resultados.

Ao mesmo tempo, o excesso de confiança apresentou coeficientes positivos e significantes - ao nível de 5% e de 1% (para os custos de produção e para a medida agregada, respectivamente), indicando que gestores excessivamente confiantes são propensos a gerenciar resultados por meio da manipulação das atividades operacionais, especificamente, pelos custos de produção. Logo, gestores acreditam que a decisão de manipular as atividades operacionais tende a ser potencialmente bem-sucedida ou que, simplesmente, essa ação não será percebida pelos participantes do mercado. Sinteticamente, na probabilidade de ganhos no retorno das ações, gestores se engajam no gerenciamento de resultados por atividades reais, são predispostos aos fatores de risco e excessivamente confiantes em suas decisões.

Nesta análise não é possível observar quando gestores se envolvem mais ativamente (mais moderados e mais agressivos) no gerenciamento de resultados contábeis em decorrência das perdas e ganhos no retorno das ações, seu comportamento diante dos

fatores de risco, bem como seu excesso de confiança para tanto. Para isto, a próxima seção traz estas análises por meio da técnica de regressão quantílica.

4.4.2. O efeito observado por meio do modelo de regressão quantílica

A análise apresentada nesta seção é motivada pelo interesse de verificar o comportamento de indivíduos, de empresas e de mercados “não-médios”, uma vez que se verifica o efeito do retorno das ações, dos índices de governança mundial e do excesso de confiança dos gestores na variação média dos *accruals* discricionários e dos níveis anormais de fluxo de caixa, de despesas discricionárias e de custos de produção.

Na Tabela 13, observa-se nos 1º, 2º e 3º quantis, que o efeito do retorno das ações e dos índices de governança mundial, diferente do observado na regressão por MQ3E, influencia positivamente os níveis mais baixos dos *accruals* discricionários. Logo, na perspectiva de ganhos, há preferência dos gestores de se engajarem nos mais baixos níveis de gerenciamento de resultados por *accruals*, ainda que o ambiente institucional não seja favorável às práticas discricionárias, uma vez que os índices de governança mundial também são positivamente significantes.

A partir do 4º quantil, no entanto, não se observa influência estatística dos ganhos sobre esses níveis de gerenciamento de resultados. Na contrapartida, os coeficientes dos indicadores de governança mundial se tornam significativamente negativos, indicando que quanto melhores os índices do ambiente institucional, menores são as chances dos gestores se envolverem nos níveis mais elevados de manipulação por *accruals*. Considerando que o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários é mais propenso ao escrutínio dos sistemas de auditoria e dos órgãos reguladores (KIM; SOHN, 2013), acredita-se que gestores gerenciem menos ativamente – níveis mais moderados – os resultados por meio dos *accruals* discricionários em virtude de os níveis mais agressivos estarem sujeitos a esse exame minucioso.

Nessa linha, Cupertino, Martinez e Costa Jr. (2016) propugnam que quando as empresas enfrentam barreiras para gerir os resultados por *accruals*, é mais provável que a manipulação ocorra nos níveis mais moderados ou por meio das atividades operacionais reais. Ewert e Wagenhofer (2005) identificaram que quanto mais rígidas forem as normas contábeis, maiores serão as barreiras impeditivas para o gerenciamento por *accruals*; por sua vez, essa restrição pode induzir os gestores a recorrer às atividades operacionais reais. Sobretudo, o gerenciamento de resultados não deixa de existir no contexto de padrões

contábeis mais rigorosos, simplesmente, altera-se o *modus operandi*, nos níveis mais razoáveis. O excesso de confiança dos gestores não se mostrou significativo para os níveis mais moderados de *accruals* discricionários, tampouco para os níveis mais agressivos nessa modalidade, talvez, reflexo do baixo envolvimento nestes níveis de manipulação.

Tabela 13 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (AEM)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	0,19	2,31	0,94	4,01	2,74	11,48	1,56	-0,01	0,08	15,11	9,29%
	t	0,36***	4,45***	2,75***	8,46***	6,56***	7,77***	2,40***	-0,85	1,61	11,19***	
2º Q	Coef	0,32	0,81	0,36	2,54	1,22	5,51	-0,23	0,00	0,03	10,01	5,07%
	t	0,88***	2,18**	1,46	7,47***	4,05***	5,20***	-0,49	-1,22	0,91	10,33***	
3º Q	Coef	0,37	0,18	0,04	0,97	0,21	1,39	1,09	-0,09	0,03	4,58	6,68%
	t	1,38***	0,66	0,23	3,94***	0,96	1,80*	3,21***	-1,11	0,94	6,49***	
4º Q	Coef	0,29	0,09	-0,10	-0,24	-0,30	0,85	-1,56	-6,27	0,02	1,45	5,60%
	t	2,69***	0,99	-1,05	-6,00***	1,45	-1,77*	-1,27	-0,73	0,43	1,41	
5º Q	Coef	0,37	-0,48	-0,41	-0,56	-0,86	-2,27	-1,88	-4,59	0,02	-1,00	3,26%
	t	1,63	2,07**	-2,68***	2,67***	-4,64***	3,47***	-6,54***	-0,70	0,73	-1,68*	
6º Q	Coef	0,48	-1,36	-0,98	-0,67	-1,44	-3,12	-2,28	-2,75	0,01	-1,78	4,61%
	t	1,71	4,74***	-5,18***	2,56*	-6,22***	3,82***	-6,34***	-0,33	0,42	-2,39	
7º Q	Coef	0,95	-2,33	-1,40	-0,54	-1,72	-3,06	-2,15	-8,91	0,08	-2,01	5,67%
	t	2,99	7,20***	-6,58***	1,82*	-6,63***	3,33***	-5,32***	-0,10	0,26	-2,40	
8º Q	Coef	0,86	-2,85	-1,21	0,00	-1,33	-2,42	-1,75	1,43	0,05	-1,83	6,39%
	t	1,84	6,00***	-3,85***	-0,01	-3,48***	1,79*	-2,94***	0,10	0,10	-1,48	
9º Q	Coef	-0,31	-2,78	-0,08	-0,97	-0,04	1,42	-0,47	7,23	-0,05	-2,73	6,32%
	t	-0,55	4,89***	-0,20	-1,86	0,08	0,88	-0,65	0,44	-0,08	-1,85	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Obs.: 3.659

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 14, observa-se o comportamento da manipulação das atividades operacionais por meio dos níveis anormais de fluxo de caixa. Considerando que um valor maior (menor) que o quantil médio do gerenciamento de resultados pode ser visto com uma maior (menor) discricionariedade dos gestores, a relação assimétrica entre os ganhos (perdas) no retorno das ações e a manipulação de resultados mais moderada (agressiva) foi observada apenas na primeira distribuição, uma vez que o coeficiente do retorno das ações no 1º quantil foi positivo e significativo ao nível de 5%.

Interessante observar que no 1º quantil, encontra-se o coeficiente mais elevado de toda distribuição para o retorno da ação. Ou seja, quando gestores experimentam ganhos elevados no retorno das ações se empenham em manipular as atividades operacionais por meio também dos fluxos de caixa no nível mais baixo de toda distribuição, ao mesmo tempo em que não apresentam predisposição aos fatores de risco à medida que os coeficientes são negativos para baixos e altos quantis. Os indicadores de governança influenciam negativamente o gerenciamento de resultados, corroborando o argumento anterior do modelo dos *accruals* discricionários.

Tabela 14 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_FCO)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	1,01	-1,79	-4,42	-2,93	-5,18	-8,78	-6,97	-0,01	0,09	-1,56	13,22
	t	2,42**	4,23***	15,78***	7,56***	15,26***	7,31***	13,21***	-0,96	0,22	-1,41	
2º Q	Coef	0,17	1,82	-3,14	2,28	3,58	4,34	-4,09	-5,89	0,02	-0,18	8,31%
	t	0,59	6,30	-16,41	8,63	-15,41	5,29	-11,34	-0,71	0,58	-0,24	
3º Q	Coef	0,01	-1,26	-2,04	-2,05	-2,27	0,63	-1,97	-7,15	0,00	1,54	4,76%
	t	0,04	4,35***	-10,68***	7,76***	-9,78***	0,77	-5,45***	-0,86	0,12	2,04**	
4º Q	Coef	0,21	0,35	-1,18	-2,30	-1,23	-2,09	-0,34	-5,49	0,04	2,47	4,19%
	t	-0,10	1,64	-8,45***	11,90***	-7,22***	-3,48***	-1,28	-0,90	0,20	4,47***	
5º Q	Coef	0,05	0,18	-0,99	-2,47	-0,94	-3,53	0,25	-4,48	0,03	3,48	5,09%
	t	0,30	1,07	-9,10***	16,35***	-7,10***	-7,55***	1,23	-0,94	0,20	8,08	
6º Q	Coef	0,01	0,18	-0,87	-2,74	-0,76	-4,89	0,69	-5,64	0,09	4,37	6,55%
	t	0,09	1,12	-8,00***	18,16***	-5,71***	-10,44***	3,36***	-1,19	0,55	10,14***	
7º Q	Coef	0,11	-0,42	-0,81	-2,86	-0,62	-5,98	1,12	-7,57	0,02	4,93	8,68%
	t	0,62	2,31**	-6,73***	17,12***	-4,22***	-11,55***	4,92***	-1,44	0,94	10,34***	
8º Q	Coef	0,21	-0,72	-0,62	-3,04	-0,24	-7,44	1,88	-9,03	0,03	5,06	11,22%
	t	1,01	3,46***	-4,50***	16,03***	-1,42	-12,65***	7,27***	-1,51	1,23	9,37***	
9º Q	Coef	0,18	-1,75	-0,99	-2,55	-0,04	-9,05	-2,41	-0,03	0,09	6,54	13,11%
	t	0,70	6,56***	-5,58***	10,44***	-0,20	-11,93***	7,24***	-3,60	3,46	9,39***	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Obs.: 3.673

Fonte: Dados da pesquisa

Seguindo na análise da manipulação por atividades reais de forma isolada – desta vez, por meio das despesas discricionárias – demonstra-se, na Tabela 15, que o ganho no retorno das ações não influencia a manipulação por meio das despesas discricionárias ao longo da distribuição. Por outro lado, as perdas observadas no retorno das ações

apresentaram influência direta sobre os níveis mais agressivos das despesas discricionárias, com significância estatística no 8º e no 9º quantil. Essa influência foi observada anteriormente na análise de regressão por MQ3E, sugerindo que retornos negativos incentivam a prática de manipulação de resultados por meio das despesas discricionárias por parte dos gestores, dessa vez, nos mais altos quantis.

Com relação aos indicadores de governança mundial, todos os indicadores apresentaram influência positiva e significativa nestes dois quantis, fazendo inferir que gestores não se inibem na prática de gerenciamento de resultados nos níveis mais agressivos frente aos fatores de governança apresentados. Ademais, não se observou excesso de confiança dos gestores para esta estratégia.

Tabela 15 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Dis)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	0,09	-1,86	-0,33	-2,17	-0,77	-8,75	-3,28	-0,01	0,01	-3,98	7,66%
	t	0,22	-4,35***	-1,18	-5,53***	-1,68*	7,20***	-6,13***	-1,04	0,31	-3,56***	
2º Q	Coef	-0,11	-2,51	-0,14	-1,97	-0,45	8,24	-3,27	-9,47	0,07	-2,93	9,61%
	t	-0,46	-10,50***	-0,86	-9,02***	-2,34**	12,14***	-10,96***	-1,38	0,30	-4,69***	
3º Q	Coef	-0,44	-2,32	-0,01	-2,16	-0,07	-6,33	-2,66	-7,70	0,04	-1,13	7,40%
	t	1,43	-7,42***	-0,05	-7,55***	-0,27	7,14***	-6,82***	-0,85	0,14	-1,38	
4º Q	Coef	-0,49	-1,94	0,05	-1,94	0,41	-3,19	-1,82	-0,06	0,04	1,43	5,99%
	t	-1,49	-5,77***	0,20	-6,29***	1,51	3,35***	-4,35***	-0,64	0,11	1,63	
5º Q	Coef	-0,29	-1,61	0,14	-1,27	-0,87	-0,37	-0,65	-0,05	0,04	3,64	5,22%
	t	-0,81	-4,46***	0,60	-3,84***	3,00***	-0,36	-1,45	-0,47	0,12	3,84***	
6º Q	Coef	-0,30	-2,11	-0,35	-0,82	-1,08	-1,17	-0,29	-0,02	0,01	3,97	5,68%
	t	-1,09	-7,66***	1,91**	-3,27***	4,89***	-1,50	-0,84	-0,30	0,05	5,51***	
7º Q	Coef	-0,28	-2,03	-0,86	-0,18	-1,67	-1,98	-0,68	-0,01	0,03	1,87	6,46%
	t	-0,94	-6,65***	4,27***	-0,64	6,82***	-2,28**	1,78*	-0,13	0,09	2,35**	
8º Q	Coef	-0,77	2,34	1,42	0,67	2,13	1,72	1,33	-0,05	-0,03	-1,21	8,16%
	t	-2,32**	-6,64***	6,09***	2,08**	7,53***	-1,72*	3,03***	-0,47	-0,74	-1,32	
9º Q	Coef	-0,77	3,28	2,81	0,05	3,31	2,70	2,47	0,06	-0,03	-1,30	11,29%
	t	-1,38**	-5,76***	7,44***	-0,10***	7,22**	-1,76*	3,48***	0,04	-0,44	-0,87	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Obs.: 3.659

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 16, por sua vez, apresenta o comportamento da manipulação de resultados por meio dos níveis anormais dos custos de produção. Assim como a manipulação do fluxo de caixa, foi detectada influência dos ganhos apenas sobre o primeiro quantil, com significância de 5%. A predisposição ao risco se evidencia também apenas nos quantis mais baixos (1º ao 3º), uma vez que a partir do 4º quantil, quando há influência dos indicadores, esta se apresenta negativa e significativa, variando entre os níveis de 1% a 10%.

Tabela 16 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Pro)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	0,08	1,07	0,70	0,69	0,49	0,73	0,34	0,00	0,01	-0,82	5,74%
	t	-0,30**	-3,99***	3,96***	-2,80***	2,26**	0,95	1,02	3,36***	3,73***	-1,17	
2º Q	Coef	0,10	0,88	0,64	-0,31	0,33	1,15	0,21	0,02	-0,02	-1,73	7,32%
	t	0,43	-3,63***	3,98***	-1,40	1,68*	1,67*	0,69	0,31	-0,64	-2,75***	
3º Q	Coef	-0,03	0,75	0,53	-0,20	0,21	1,25	0,22	0,03	-0,02	-1,93	5,56%
	t	-0,17	-4,35***	4,64***	-1,27	1,49	2,56**	1,03	0,65	-0,97	-4,30***	
4º Q	Coef	0,02	-0,39	-0,41	-0,02	0,13	1,35	0,26	0,04	-0,02	-2,60	3,76%
	t	0,11	-2,30**	3,63***	-0,12	0,97	2,81***	1,25	0,88	-1,07	-5,88***	
5º Q	Coef	0,10	-0,08	-0,31	0,02	0,08	-1,37	-0,31	0,05	-0,02	-2,94	4,85%
	t	0,75	-0,57	3,28***	0,17	0,73	3,43***	1,78*	1,27	-1,30	-8,00***	
6º Q	Coef	0,10	-0,38	-0,29	0,23	0,12	-1,17	-0,53	0,06	-0,02	-3,74	3,17%
	t	0,64	2,42**	-2,72***	1,57	0,94	2,61***	2,69***	1,26	-1,25	-9,05***	
7º Q	Coef	0,21	-1,00	-0,24	-0,74	-0,05	-1,92	-0,53	0,07	-0,02	-6,08	3,33%
	t	1,14	-5,43***	-1,97**	-4,41***	-0,32	3,69***	2,32**	1,25	-1,15	12,69***	
8º Q	Coef	0,03	-1,32	0,14	-1,38	-0,32	-3,19	0,37	0,08	-0,02	-8,73	5,69%
	t	0,13	6,16***	0,97	7,03***	-1,85*	5,25***	1,40	1,35	-1,12	-15,61***	
9º Q	Coef	0,29	-1,98	0,12	-1,83	-0,47	-4,10	0,72	0,01	-0,03	-11,75	10,76%
	t	1,08	7,19***	0,65	7,29***	-2,11**	5,25***	2,08**	1,32	-1,00	-16,36***	

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Obs.: 3.668

Fonte: Dados da pesquisa

As evidências encontradas nas três formas acima de mensuração de gerenciamento de resultados por atividades reais seguem o argumento de que, sob a perspectiva de ganhos, gestores são mais moderados em suas ações, uma vez que o único quantil que apresentou influência dos ganhos foi o mais baixo, o primeiro (tanto pelo modelo do fluxo de caixa

como pelos custos de produção). Na perspectiva das perdas, gestores preferem os níveis mais agressivos de manipulação das despesas discricionárias, se mostrando, inclusive, predispostos ao risco, uma vez que os indicadores de governança apresentaram influência positiva e significativa.

A preferência em manipular as atividades operacionais de forma mais agressiva por meio das despesas discricionárias pode estar relacionada ao argumento de que uma redução nessas despesas tende a aumentar os fluxos de caixa, enquanto os descontos nos preços de venda e a superprodução podem comprometer esses fluxos (ZANG, 2012).

Essas três mensurações foram combinadas em uma métrica agregada de modo a identificar o efeito global evidenciado na Tabela 17. Com exceção dos quantis mediano e intermediários (4º, 5º e 6º), os demais quantis foram influenciados positivamente, com significância estatística de 1%, pelos ganhos no retorno das ações. Isto sugere que gestores se engajam neste tipo de manipulação, tanto nos níveis moderados como nos agressivos, diante da perspectiva de ganhos no retorno das ações.

De modo geral, os indicadores de governança também influenciam positivamente a manipulação das atividades operacionais. Boa parte dos indicadores apresentaram influência positiva e significativa ao nível de 1%, sugerindo que tais índices não impedem os níveis de manipulação. Destaca-se o indicador representativo da qualidade regulatória que se torna significativa a partir do 5º quantil, sinalizando a tendência de que, quanto mais elevada a efetividade das leis, maior o engajamento nesta modalidade de gerenciamento, inclusive, nos níveis mais agressivos; isto pode ser observado também pela magnitude crescente dos coeficientes ao longo da distribuição.

Um grande corpo de pesquisas estuda o vínculo entre as leis e as decisões gerenciais (GILLAN, 2006; PISTOR et al., 2000); no cerne dos argumentos está que as instituições legais moldam o comportamento do agente econômico de diferentes maneiras. Portanto, nos países com maior qualidade regulatória devem exibir mais transparência regulatória, aplicação justa da lei, aplicação rigorosa de contratos governamentais e privados e aplicação estrita de multas associadas a violações da lei. Portanto, a qualidade das instituições legais e reguladoras tem várias implicações para os ambientes de relatórios financeiros dos países que provavelmente afetarão a propensão das empresas a se engajar no gerenciamento de resultados.

Nessa direção, é razoável supor que gestores de empresas em países com fortes instituições legais e regulatórias têm menor probabilidade de gerenciar ganhos, pois possuem capacidade limitada para acumular benefícios privados de controle e, portanto,

têm menos incentivos para mascarar o desempenho da empresa. Nessa perspectiva, é que Leuz, Nanda e Wsocki (2003) descobriram que economias com forte aplicação das leis e proteção aos investidores experimentam níveis mais baixos de gerenciamento de resultados.

No entanto, isto não foi o observado para o gerenciamento de resultados por meio das atividades operacionais. Possivelmente, porque a manipulação por meio das atividades reais, apesar de mais cara em termos financeiros, é menos visível. Ademais, Roychowdury (2006) argumenta que extrair inferências analisando apenas os *accruals* é provavelmente inadequado.

O efeito do excesso de confiança (Exc_Ret) apresentado na Tabela 17 é negativo e significativo ao nível de 1% nos dois primeiros quantis. Ou seja, gestores não excessivamente confiantes – ou moderadamente confiantes - são estimulados a manipularem as atividades operacionais nos quantis mais baixos. A partir do 4º quantil, o excesso de confiança se torna positivo e significativo, variando entre os níveis de 5% e 10%, demonstrando que os níveis de manipulação vão se tornando mais agressivos à medida que gestores são excessivamente confiantes.

Tabela 17 - Regressão quantílica do modelo de pesquisa (REM_Agr)

Quantil	Variáveis	Ret_Ações	Voic_Acc	Politic	Govern	Enforc	Rule_Law	Cont_Corr	Exc	Exc_Ret	Constante	Pseudo R2
1º Q	Coef	0,44	0,26	1,42	2,56	0,32	4,34	1,62	0,08	-0,03	-7,35	7,94%
	t	0,81***	0,46	3,91***	-5,09***	0,73	2,78***	2,36**	5,27***	-5,13***	-5,12***	
2º Q	Coef	0,56	1,01	1,24	2,89	0,31	5,32	0,68	-0,05	-0,01	-7,69	8,08%
	t	1,27***	2,27**	4,21***	-7,09***	0,86	4,21***	1,23	3,54***	-3,28***	-6,62***	
3º Q	Coef	0,17	1,32	1,34	2,91	0,48	4,79	0,56	-0,03	-0,01	-7,12	7,04%
	t	0,40***	3,06***	4,66***	-7,36***	1,37	3,90***	1,04	2,71***	2,35**	-6,31***	
4º Q	Coef	0,20	1,43	1,48	2,09	0,61	4,09	1,07	0,00	-0,08	-8,18	6,99%
	t	0,57	3,97***	6,22***	-6,34***	2,11**	4,00***	2,37**	2,88***	2,30**	-8,70***	
5º Q	Coef	0,22	1,27	1,70	1,49	0,86	3,11	1,75	-0,01	-0,03	-8,64	7,57%
	t	0,70	4,06***	8,21***	-5,19***	3,44***	3,50***	4,47***	-1,65*	-0,86	-10,58***	
6º Q	Coef	0,03	1,78	1,66	0,57	0,89	2,18	2,24	0,02	0,03	-9,68	7,91%
	t	0,09	5,39***	7,63***	-1,89*	3,35***	2,33**	5,44***	1,74*	0,87**	-11,25***	
7º Q	Coef	0,22	1,84	1,40	0,36	0,71	0,69	2,58	0,02	0,03	-8,73	7,74%
	t	0,60***	4,96***	5,70***	1,06	2,39**	0,66	5,58***	1,76*	0,84**	-9,01***	
8º Q	Coef	0,25	1,46	1,45	0,73	0,95	0,01	3,14	0,02	0,04	8,77	7,26%
	t	0,64***	3,68***	5,52***	2,03**	3,00***	0,01	6,35***	1,95**	0,87**	-8,49***	
9º Q	Coef	0,48	1,65	1,37	1,48	1,07	-1,45	3,59	0,03	0,04	-8,32	6,50%

t	1,07***	3,61***	4,52***	3,53***	2,90***	-1,11	6,26***	1,99**	0,85**	-6,95***
---	---------	---------	---------	---------	---------	-------	---------	--------	--------	----------

*** corresponde ao nível de 1% de significância estatística

** corresponde ao nível de 5% de significância estatística

* corresponde ao nível de 10% de significância estatística

Nº Obs.: 3.673

Fonte: Dados da pesquisa

Baseado nessa evidência, gestores confiariam excessivamente na decisão de manipular os resultados por meio das atividades operacionais. Schrand e Zechman (2012) descobrem que as empresas com CEOs superconfiantes têm mais probabilidade de apresentar distorções financeiras que são posteriormente objeto de ações de fiscalização da SEC. Nesse contexto, o excesso de confiança se manifesta como otimismo excessivo do gestor, seja porque acredita em suas habilidades, seja porque acredita que suas ações não serão percebidas pelos participantes do mercado.

Essa evidência é consistente com o argumento de Hribar e Yang (2016) no qual gestores superconfiantes têm mais chances de perder suas próprias previsões, controlando outros preditores de precisão *ex post*, como a flexibilidade contábil, os custos de litígio, e as perspectivas de crescimento. Em seguida, os autores apresentam que o excesso de confiança está associado ao uso de contabilidade agressiva subsequente à previsão; no caso desta pesquisa, ao ganho no retorno das ações. Tomados em conjunto, os resultados sugerem que o excesso de confiança encoraja o gestor no maior gerenciamento de resultados.

4.5 ANÁLISE DAS HIPÓTESES DE PESQUISA: MERCADO BRASILEIRO x NORTE AMERICANO

Essa pesquisa construiu suas hipóteses de pesquisa baseada na Teoria do Prospecto para explicar o comportamento do gestor no gerenciamento de resultados. Como ponto de partida, considera-se que tal manipulação pode ser uma estratégia de baixo ou alto risco na perspectiva dos gestores e que é assimétrica quando indivíduos encontram ganhos e perdas (LI; HWANG, 2017) diante do contexto de risco. Além disso, verifica-se esse argumento teórico quando o gestor é excessivamente confiante.

Sinteticamente, observou-se no mercado brasileiro um comportamento do gestor condizente com o que propugna a Teoria do Prospecto, uma vez que, de modo geral, os quantis mais baixos – gerenciamento de resultados mais moderados - foram influenciados

pelos ganhos nos retornos das ações (até o 5º quantil), enquanto os quantis mais altos – gerenciamento de resultados mais agressivos – foram influenciados pelas perdas.

Ao mesmo tempo, dos indicadores de governança mundial, a qualidade regulatória influenciou positivamente os níveis mais moderados de gerenciamento de resultados, indicando que quanto maior o *enforcement* regulatório, maior o engajamento nos níveis mais baixos de *accruals* discricionários. Por outro lado, o controle da corrupção ao apresentar influência negativa, indica que gestores manipulam os números contábeis nos quantis mais agressivos quando o controle da corrupção no país é baixo.

É de se esperar que a efetividade regulatória conduza o gestor a manipular resultados por *accruals* mais discretamente, uma vez que essa estratégia de gerenciamento é mais propícia ao escrutínio dos sistemas de auditoria dos órgãos normatizadores e dos credores, uma vez que mais facilmente é detectada. O ambiente jurídico e regulatório está integralmente relacionado à governança corporativa e a literatura propugna vínculo estreito entre governança, qualidade regulatória e decisões gerenciais (GILLAN, 2006; PISTOR; RAISER; GELGER, 2000). Ademais, diante de uma melhor aplicação dos regulamentos, países com fortes instituições legais e reguladores reduzem o grau de assimetria de informação enfrentada pelos participantes do mercado (LEMMA; NEGASH; MLILO, 2013).

Em média, no contexto brasileiro, os *accruals* são negativos, há baixa incidência de gerenciamento por atividades reais. Há tendência média do retorno das ações à metade menor da amostra e maior atraso no exercício de opções dos gestores. No contexto dos Estados Unidos, em média, os *accruals* são positivos e maior incidência de REM, se comparado ao mercado brasileiro. A tendência média do retorno das ações se encaminha à metade maior da amostra e há menor atraso no exercício de opções dos gestores.

O cenário precedente indica que os gestores no Brasil se dedicam à manipulação por *accruals* para reduzir os resultados, diferentemente dos Estados Unidos, cuja manipulação ocorre, em média, para aumentar os resultados. A manipulação por *accruals* tende a ser mais barata em comparação à manipulação por meio das atividades operacionais (REM) que só serão utilizadas se os benefícios decorrentes não forem suficientemente grandes em relação aos custos associados.

Diante das evidências encontradas, argumenta-se que no Brasil, gestores, ainda que em cenário com forte aplicação das leis, se dedicam à manipulação por *accruals* de forma mais branda, ao mesmo tempo, em país com controle de corrupção negativo (influência negativa e significativa). Este cenário é visto por economistas como o maior

obstáculo para o desenvolvimento econômico e social (LEMMA; NEGASH; MLILO, 2013). Além disso, enfraquece a implementação e aplicação das leis (KIMUYU, 2007; NG, 2006; STULZ, 2005); logo, a corrupção se relaciona de forma inversa com a qualidade das leis.

Não se afirma que há predisposição do gestor ao risco, tampouco em excesso de confiança neste momento, em razão de terem sido evidenciados: baixos níveis de *accruals* discricionários influenciados pela perspectiva de ganhos, por *enforcement* regulatório positivo em ambiente com fraco controle de corrupção. Destaca-se que a influência positiva da qualidade regulatória pode ter sido observada em razão de ambiente de relatório capturado pelo status IFRS.

A partir do 6º quantil, foi verificado influência das perdas nos níveis mais agressivos de *accruals* discricionários, condizente à perspectiva do Prospecto na qual as perdas podem influenciar o comportamento no gerenciamento de resultados de forma mais agressiva. Mais especificamente, Burgstahler e Dichev (1997) argumentam que uma explicação plausível para empresas manipularem resultados, ainda que para divulgarem um lucro pequeno ou retorno de ação positivo, ainda que próximo à zero, pode estar baseada numa aversão absoluta e relativa a perdas dos agentes de mercado.

Igualmente aos quantis mais baixos, observou-se influência positiva e negativa, respectivamente, do *enforcement* e do controle da corrupção. Pelas evidências apresentadas, no ambiente brasileiro, afirma-se que o cenário de forte aplicação das leis - mas, também, de fraco controle da corrupção - não inibe gestores a se engajarem nos níveis mais agressivos de gerenciamento de resultados. Tal relação pode ser explicada pelo efeito negativo da corrupção na aplicação das leis. Até porque a corrupção é entendida como abuso do cargo público em benefício do privado e isto pode influenciar a aplicação das leis.

Tomados os resultados em conjunto, não foi verificada influência do excesso de confiança nos níveis de gerenciamento de resultados por *accruals*. Gestores brasileiros não são excessivamente confiantes em suas decisões de gerenciar resultados por *accruals*. Isto, pode estar relacionado com a influência política no ambiente regulatório, uma vez que em países com grandes índices de corrupção as responsabilidades são atribuídas mais ao processo político que ao gestor (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; HSIEH; BEDARD; JOHNSTONE, 2014).

O mesmo cenário é verificado para o gerenciamento de resultados por atividades reais no contexto brasileiro na perspectiva dos ganhos e perdas: comportamento

moderado e agressivo, respectivamente, na manipulação das atividades operacionais. No entanto, os indicadores de governança não motivaram, tampouco desmotivaram, a manipulação de operações.

Por outro lado, gestores não excessivamente confiantes têm preferência pelos níveis mais agressivos de manipulação por meio dos custos de produção. Conclui-se que gestores com menor excesso de confiança acreditam, com menor intensidade, em suas habilidades e, para melhorar os resultados organizacionais se engajam no gerenciamento de resultados por meio dos custos de produção de maneira oportuna para aumentar os resultados. Esses gestores tendem a ser mais conservadores em suas ações e a manipulação por meio dos custos de produção envolve certa complexidade, pois o gestor terá que possuir uma combinação entre níveis de vendas, nível e variação de estoques e aspectos macroeconômicos (REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2014).

Chae e Ryu (2016) também fornecem evidências de uma relação negativa entre o excesso de confiança gerencial e o gerenciamento de resultados por atividades reais para empresas coreanas, justificando o resultado pela propriedade familiar da maioria das empresas coreanas. Estas enfatizam o valor a longo prazo e tendem evitar o REM enquanto procuram recuperar a deterioração do desempenho resultante de suas decisões erradas.

Já os gestores excessivamente confiantes, que confiam em suas habilidades acima dos seus pares, são mais propensos a se engajarem na manipulação de atividades por meio dos fluxos de caixa, no entanto, nos níveis mais moderados, uma vez que o uso do fluxo de caixa, como determinante da remuneração do CEO, diferentemente dos lucros, o fluxo de caixa é "limpo" e não pode ser facilmente manipulado (BARTOV; MOHANRAM, 2004). Isto também é condizente com Hsieh, Bedard e Johnstone (2014) que identificaram o excesso de confiança do gestor associado a menores despesas discricionárias e maior fluxo de caixa anormal das operações.

Em geral, no Brasil, os gestores se utilizam das duas modalidades de gerenciamento de resultados (por *accruals* e por atividades reais). Sob a perspectiva de ganhos, têm ações moderadas em relação aos níveis de manipulação, enquanto sob a perspectiva de perdas, são menos conservadores, ou seja, mais agressivos. Têm predisposição a gerenciar resultados por *accruals*, uma vez que estão inseridos num cenário de corrupção. Em países com grandes índices de corrupção, as responsabilidades são atribuídas mais ao processo político que ao gestor (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000). Esta é uma razão para que os gestores, no Brasil, se dediquem mais a este tipo de

manipulação. por outro lado, nos Estados Unidos, esse processo é inverso: as responsabilidades das ações dos gestores são imputadas aos próprios gestores.

O excesso de confiança é predominante no gerenciamento de atividades reais. São excessivamente confiantes em suas habilidades com relação à manipulação dos fluxos de caixa operacionais, apesar de que nos quantis mais baixos. No entanto, Schrand e Zechman (2012) argumentam que gestores com excesso de confiança têm maior probabilidade de exibir um otimismo que os leva a descer a “ladeira escorregadia” em direção a maiores distorções financeiras intencionais. Por outro lado, gestores não excessivamente confiantes se envolvem mais agressivamente na manipulação das atividades (custos de produção).

No contexto do mercado norte americano, apesar do ambiente institucional fortemente regulamentado e desfavorável às práticas de gerenciamento de resultados contábeis, considerando que a SEC estabelece “forte inferência” inclusive à intenção de enganar, manipular e fraudar, identificaram-se níveis moderados de manipulação por *accruals* discricionários quando dos ganhos nos retornos das ações, demonstrando que gestores têm atitudes moderadas no gerenciamento de resultados por *accruals*. Embora a distorção inicial possa ou não ser intencional, a distorção subsequente que se torna objeto de aplicação da SEC, é intencional e de maior magnitude (SCHRAND; ZECKMAN, 2012).

Ademais, quando os indicadores de governança apresentam influência inversa – a partir do 4º quantil – a decisão de manipular pelo regime de competência não se mostra significativa. Ou seja, o gestor não está predisposto a manipular os números contábeis por *accruals* de forma agressiva.

Assim como identificado no ambiente brasileiro, o envolvimento dos gestores na manipulação por meio de níveis anormais de fluxo de caixa operacional, na perspectiva dos ganhos, ocorre de forma moderada; no cenário americano, se limita ao quantil mais baixo (1º quantil). Nessa direção, não há predisposição do gestor ao risco, tampouco demonstram excesso de confiança para se envolverem nos níveis mais agressivos de manipulação por meio dos fluxos de caixa anormais.

Por sua vez, as perdas direcionam os gestores aos níveis agressivos de manipulação de atividades operacionais por meio das despesas discricionárias, demonstrando que gestores não se inibem nesta modalidade. Tanto é, que os indicadores de governança apresentaram influência positiva e significativa sinalizando predisposição

do gestor de gerenciar resultados agressivamente em ambiente institucional desfavorável a tais práticas; o excesso de confiança não influencia tais decisões.

Assim como a manipulação dos fluxos de caixa no ambiente brasileiro, a manipulação dos custos de produção se mostrou influenciada pelos ganhos apenas no 1º quantil. Isto porque, na perspectiva de ganhos, gestores agem de forma moderada nestas duas estratégias. Possivelmente, gestores de empresas norte americanas encontram pouca flexibilidade para gerenciar resultados por meio dos fluxos de caixa e dos custos de produção, sendo mais possível e subjetivo a manipulação por meio das despesas discricionárias.

A manipulação das atividades de forma agregada, na contramão da Teoria do Prospecto, evidenciou que gestores frente aos ganhos manipulam as atividades tanto de forma moderada quanto agressiva; a influência direta dos indicadores de governança demonstra a predisposição do gestor nos níveis mais agressivos de gerenciamento por atividades reais. Além disso, gestores são excessivamente confiantes ao se envolverem no gerenciamento de resultados por atividades reais nos quantis mais altos. Esse resultado é consistente com os achados de Habib, Hossain e Cahan (2012) e Chang et al. (2018), que relataram que gestores com excesso de confiança usam o REM mais que os gerentes menos confiantes.

Em linhas gerais, gestores na perspectiva dos ganhos nos retornos das ações tomam ações mais moderadas em relação ao gerenciamento de resultados – tanto nos mercados brasileiros como no americano. Na perspectiva de perda, se envolvem nos níveis mais agressivos, independente se por *accruals* ou por atividades reais.

Sinteticamente, com base nos argumentos precedentes, tem-se:

Quadro 10 – Resumo dos resultados

BRASIL	
a.	Gerenciamento de resultados moderado por <i>accruals</i> e por atividades reais (despesas discricionárias) frente aos ganhos
b.	Gerenciamento de resultados agressivo por <i>accruals</i> e por atividades reais (custos de produção) frente às perdas
c.	Predisposição do gestor ao risco não se apresentou significativa
d.	Excesso de confiança do gestor não se apresentou significativa
ESTADOS UNIDOS	
a.	Gerenciamento de resultados moderado por <i>accruals</i> e por atividades reais (fluxo de caixa e custos de produção)
b.	Gerenciamento de resultados agressivo por atividades reais (despesas discricionárias)
c.	A medida agregada do REM foi influenciada – de forma moderada e agressiva – pelos ganhos nos retornos das ações. Nessa abordagem, há predisposição dos gestores ao mesmo tempo que são excessivamente confiantes.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Baseado na Teoria do Prospecto buscou-se explicar o comportamento do gestor no gerenciamento de resultados. O objetivo central desse trabalho foi, portanto, investigar como gestores manipulam os resultados contábeis diante de uma perspectiva tridimensional – probabilidade de ganhos e perdas, predisposição do gestor ao risco e excesso de confiança do gestor.

Esse estudo contribui para uma crescente literatura sobre a importância de características individuais dos gestores nos resultados das firmas, especificamente, na manipulação desses resultados. Especificamente, esse estudo afirma que gestores podem desenvolver atitudes moderadas (agressivas) na manipulação de resultados devido aos ganhos (perdas) no retorno das ações, frente a ambiente institucional desfavorável (favorável) e devido ao seu excesso de confiança.

No tocante às proxies de gerenciamento de resultados contábeis este estudo adotou para detectar a manipulação por meio dos *accruals* discricionários o modelo proposto por Dechow et. al. (2012) que considerou ajustes no modelo de Jones Modificado em relação à reversão dos *accruals* totais de um período para outro. A detecção do gerenciamento de resultados por atividades operacionais se deu pelo modelo de Roychowdury (2006) por meio do comportamento anormal dos fluxos de caixa, das despesas discricionárias e dos custos de produção. Essas três formas de mensuração foram combinadas em uma medida agregada de forma identificar o efeito global da manipulação e compreende à soma dos fluxos de caixa anormais, das despesas discricionárias anormais e dos custos de produção anormais.

Foram definidas duas hipóteses norteadoras desta pesquisa para ambos os mercados. Elas supõem, como provável resposta ao problema de pesquisa levantado, que gestores decidem gerenciar moderadamente (agressivamente) os resultados frente a probabilidade de ganhos (perdas) uma vez que têm predisposição (aversão) ao risco [H1].

Além disso, na hipótese do excesso de confiança de Malmendier e Tate (2008), indivíduos podem ser excessivamente confiantes em sua capacidade de prever movimentos futuros de mercado ou mesmo “fazer vista grossa” para as situações que envolvem risco. Portanto, gestores excessivamente confiantes têm a maior probabilidade de se envolverem em ações/divulgações imprudentes/intencionais. Desse modo, tem-se que gestores decidem gerenciar agressivamente os resultados frente à probabilidade de

ganhos e de perdas, uma vez que são excessivamente confiantes [H2]. De modo geral, as hipóteses foram respondidas parcialmente, já que no mercado brasileiro, gestores apresentam uma particularidade em relação à disposição ao risco de gerenciar resultados e no mercado norte americano apresentam uma distinção em relação à proposição assimétrica da Teoria do Prospecto.

Assim, com base na literatura, nas hipóteses e nos argumentos precedentes, definiu-se que o comportamento dos gestores nas práticas de gerenciamento de resultados – por *accruals* e por atividades reais - são contrárias ao que propugna a Teoria do Prospecto porque gestores confiam excessivamente em suas habilidades ou, simplesmente, porque acreditam que suas ações não serão percebidas pelos participantes dos mercados de capitais.

De modo geral, as evidências indicam que no ambiente brasileiro o comportamento do gestor é condizente com o que propugna a Teoria do Prospecto, uma vez que diante dos ganhos gestores manipulam os resultados de forma moderada e diante de perdas, de forma agressiva. Os gestores demonstram ter predisposição ao risco à medida que a qualidade regulatória influencia positivamente os níveis mais agressivos dos *accruals* discricionários. No entanto, ao longo de toda distribuição, o controle da corrupção apresentou influência negativa, indicado cenário propício à discricionariedade dos gestores; isto influencia, inclusive, a aplicação das leis.

A manipulação de resultados por *accruals* é mais “barata” sob a perspectiva financeira em relação à manipulação por atividades operacionais; no entanto, aquela está mais exposta ao escrutínio dos sistemas de auditoria e órgãos fiscalizadores. Por isso, em cenário propício a esse exame minucioso, é razoável supor que seja improvável que ocorra o gerenciamento por *accruals* de forma agressiva. No entanto, segundo a teoria da perspectiva, ou do Prospecto, indivíduos sob a situação de perdas são mais impulsivos e tomam decisões menos conservadoras.

No Brasil, os gestores manipulam as atividades operacionais por meio das despesas discricionárias de forma moderada quando diante dos ganhos, não apresentando predisposição aos indicadores de governança, tampouco excesso de confiança. Quando diante das perdas, manipulam agressivamente os resultados por meio dos custos de produção e não são excessivamente confiantes, uma vez que o excesso de confiança apresentou influência negativa. Em outras palavras, gestores com excesso de confiança não favorecem o gerenciamento por atividades reais.

Através das lentes desse resultado, isto pode ser condizente com Chae e Ryu (2016) que revelaram que executivos com excesso de confiança buscam aumentar os ganhos de empresas coreanas para compensar a deterioração do desempenho devido a erros de estimativa. Como a maioria dessas empresas são familiares que enfatizam o valor a longo prazo, elas tendem a evitar o gerenciamento de resultados reais enquanto procuram resgatar a deterioração do desempenho resultante de suas decisões erradas, pois isso pode destruir esse valor.

Ademais, o fato de não ser excessivamente confiante pode estar relacionado ao conservadorismo dos gestores que é compreendido como mecanismo de controle que apoia certa complexidade (SILVA, et al., 2019), considerando que a manipulação por meio dos custos de produção envolve certa dificuldade haja vista a combinação entre níveis de vendas, nível e variação dos estoques.

Considerando a forte inferência da SEC nos relatórios financeiros, o gerenciamento de resultados por *accruals* apresentou-se influenciado de forma moderada pelos ganhos no retorno das ações. Diferente do cenário brasileiro, as perdas não exerceram influência nos níveis agressivos de *accruals* discricionários. Os gestores também não apresentaram predisposição de gerenciar os resultados quando os índices de governança não são favoráveis à manipulação e, tampouco, o excesso de confiança do gestor influenciou tal prática.

O gerenciamento de resultados por atividades reais por meio das despesas discricionárias, nesse cenário, é agressivo quando os gestores enfrentam perdas no mercado financeiro. Quando experimentam ganhos, preferem a manipulação das atividades operacionais, de forma moderada, por meio dos fluxos de caixa e dos custos de produção, uma vez que devem enfrentar pouca flexibilidade para manipular de forma anormal os fluxos de caixa e os custos de produção.

Substancialmente, a manipulação das operações, identificada pela medida agregada, foi influenciada, tanto de forma moderada como agressiva, pelos ganhos nos retornos das ações, ao mesmo tempo em que gestores apresentam predisposição de gerenciar resultados em ambiente institucional desfavorável a tais práticas e são excessivamente confiantes de suas ações. Tal evidência é consistente com a hipótese de que gestores com excesso de confiança têm maior probabilidade de se envolverem em ações/divulgações imprudentes por meio da manipulação de atividades reais.

Desfaz-se, sobretudo, a relação assimétrica, prevista na teoria do Prospecto, para a manipulação das atividades operacionais - fluxos de caixa e custos de produção -

demonstrando que o excesso de confiança dos gestores influencia essa relação. Principalmente, o excesso de confiança passa a ter influência positiva a partir do 6º quantil, sinalizando a inclinação dos níveis agressivos ao viés oportunista do gerenciamento de resultados.

É importante destacar como limitação desta pesquisa a não inclusão no modelo de pesquisa de outros fatores definidos na literatura que influenciam o gerenciamento de resultados. Além disso, a ideia de se incentivar os gestores a partir do desempenho organizacional não se sustenta apenas pelas variáveis explicativas apresentadas neste estudo; os próprios modelos de gerenciamento de resultados sofrem dessa limitação e, embora reconhecidas, são amplamente utilizados na literatura. No entanto, o pesquisador não deve abandonar o objeto de pesquisa, puro e simplesmente, porque não consegue explicar perfeitamente a realidade. Sobretudo, essas limitações devem conduzir outros estudos que forneçam novas suposições que expliquem e prevejam a ocorrência do gerenciamento de resultados em diferentes contextos.

REFERÊNCIAS

- ABOODY, D.; JOHNSON, N. B.; KASZNIK, R. Employee stock options and future firm performance: Evidence from option repricings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 74–92, 2010.
- ALDRIGHI, D. M.; MILANEZ, D. Y. Finança comportamental e a hipótese dos mercados eficientes. **Revista Economia Contemporânea**, v. 9, n. 1, p. 41-72, 2005.
- ALPERT, M.; RAIFFA, H. A progress report on the training of probability assessors. In Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A., editors, **Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases**. Cambridge University Press, England, 1982.
- ALVARENGA, G. L. Cumulative prospect theory: não linearidade de probabilidade nas decisões de investidores brasileiros. **Revista Pensamento & Realidade**, v.33, p. 94-108, 2018.
- ANACHE, M. C. A.; LAURENCEL, L. C. Finanças comportamentais: uma avaliação crítica da moderna teoria de finanças. **Revista CADE**, v. 12, n.1, p. 83-119, 2013.
- ARAÚJO, R. C. C.; MACHADO, M. A. V.; MARTINS, V. G. Anomalias no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre os efeitos tamanho e book-to-market sob a perspectiva da abordagem fundamentalista. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 16, n.1, p. 106-140, 2019.
- ARDALAN, K. On the theory and practice of finance. **International Journal of Social Economics**, v. 31, n. 7, p. 684-705, 2004.
- ARIELY, D. **Previsivelmente irracional**: as forças ocultas que formam as nossas decisões. Tradução Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ARUN, S.; SHANKARAN, B.; JAYADEV, M. Investment Value of Analyst Recommendations: Evidence from the Indian Stock Market. **South Asian Journal of Management**, v.23, n. 2, p.7-24, 2016.
- ASSAF, N. A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Editora Atlas, 2007.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n.1, p. 1-51, 2000.
- BALSAM, S.; BARTOV, E.; MARQUARDT, C. *Accruals* management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10–Q filings. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 4, p. 987-1012, 2002.
- BANERJEE, S.; HUMPHERY-JENNER, M.; NANDA, V.; THAM, M. Executive overconfidence and securities class actions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 53, n. 6, p. 2685-2719, 2018.

BARBERIS, N.; HUANG, M. Mental accounting, loss aversion and individual stock returns. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 4, p. 1247-1292, 2001.

BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. M. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 6, n. 3, p. 293-335, 2008.

BARTH, M. E.; ELLIOTT, J. A.; FINN, M. W. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. **Journl of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 387–413, 1999.

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.

BARTOV, E. The timing of asset sales and earnings manipulation. **The Accounting Review**, 68, n.4, p. 840-855, 1993.

BARTOV, E.; GIVOLY, D.; HAYN, C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 173-204, 2002.

BARTOV, E.; MOHANRAM, P. Private information, earnings manipulations, and executive stock-options exercises. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 88-920, 2004.

BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 3-37, 1997

BAZERMAN, M. H. **Processo decisório para cursos de administração, economia e MBAs**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BAZERMAN, M. H.; MOORE, D. A. **Processo decisório**, 7a. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

BEN-DAVID, I.; GRAHAM, J.; HARVEY, C. Managerial Overconfidence and Corporate Policies, **Working Paper**, NBER, 2007.

BENARTZI, S.; THALER, R. H. Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. **The Quarterly Journal of Economic**, v. 110, n. 1, p. 73-92, 1995.

BERLE, A.; MEANS, G. The Modern Corporation and Private Property. New York: MacMillan, 1932.

BERNOULLI, D. Exposition of a new theory on the measurement of risk. **Econometrica**, v.22, p. 23-36. 1954.

BHATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; WELKER, M. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review**, v. 78, n. 3, p. 641-678, 2003.

BHATTACHERJEE, A. **Social science research: principles, methods and practices**. USF Open Access Textbooks Collection. Book 3 University of South Florida Disponível em: http://scholarcommons.usf.edu/oa_textbooks/3. Acesso em: 21 dezembro 2019.

BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting discretion, corporate governance and firm performance. **Contemporary Accounting Research**, v. 25, n. 2, 2010.

BRAGA, R. **Ganhos e perdas em investimentos**: um estudo experimental sobre personalidades à luz da teoria do prospecto e do efeito disposição. 2015. Tese (Doutorado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

BRICK, I. E.; PALMON, O.; WALD, J. K. CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism? **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 403–423, 2006.

BROWN, L. D. A temporal analysis of earnings surprises : profits versus losses. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 2, p. 221–242, 2001.

BRUNS, W. J.; MERCHANT, K. A. The dangerous morality of managing earnings. **Management Accounting**, v. 72, n. 2, p. 22, 1990.

BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v.24, n.1, p. 99-126, 1997.

BURGSTAHLER, D.; EAMES, M. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 33, n. 5–6, p. 633–652, 2006.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, n.1-3, p. 237-333, 2001.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics Using Stata**. Texas: Stata Press, 2010.

CANAY, I. A. A simple approach to quantile regression for panel data. **The Econometrics Journal**, v. 14, n. 3, p. 368-386, 2011.

CAO, Z.; NARAYANAMOORTHY, G. S. The Effect of Litigation Risk on Management Earnings Forecasts*. **Contemporary Accounting Research**, v. 28, n. 1, p. 125–173, 2011.

CARPENTER, T. D.; REIMERS, J. L.; TINA, D. Financial reporting : planned applying the theory of. **Journal of Business**, v. 60, n. 2, p. 115–129, 2005.

CARTER, C.; KAUFMANN, L.; MICHEL, A. Behavioral supply management: a taxonomy of judgment and decision-making biases. **International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**, v. 37, n.8, 2007.

CHAE, S.J.; RYU, H.Y. Managerial overconfidence and real earnings management: Evidence from Korea. **International Information Institute** (Tokyo). Information, 19(11A), 5065, 2016.

CHANEY, P.; JETER, D.; LEWIS, C. The use of accruals in income smoothing: a permanent earnings hypothesis. **Advances in Quantitative Analysis of Finance & Accounting**, v. 6, p. 103–135, 1998.

CHANG, S.L.; HWANG, L.J.; LI, C.A.; JHOU, C.T. Managerial overconfidence and earnings management. **International Journal of Organizational Innovation** (Online), v. 10, n. 3, p. 189-205, 2018.

COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757–787, 2008.

COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010.

CONRAD, J. S.; HAUGEN, R. A. Review. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1348–1352, 1995.

CUNNINGHAM, L. From random walk to chaotic crashes: the linear genealogy of the efficient capital market hypothesis. **Washington Lee Law Review**, 1994.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR., N. C. A. Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 232-242, 2016.

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR., N. C. A. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais e a percepção dos investidores**. In: XXXVIII Encontro da ANPAD EnANPAD, Rio de Janeiro, 2014.

CUTLER, D. M.; POTERBA, J. M.; SUMMERS, L. H. What moves stock prices? **The Journal of Portfolio Management Spring**, v. 15, n. 3, p. 4-12, 1989.

DANIEL, S. J.; CIESLEWICZ, J. K.; PEARSON, T. C. State regulation's significant impact on corporate governance practices, earning management and disclosure. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 18, n. 2, p. 105-124, 2012.

DE BONDT, W. F.; THALER, R. Does the stock market overreact? **The Journal of Finance**, v. 40, n. 3, p. 793-805, 1985.

- DEANGELO, L. E. Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests, **Journal of Accounting and Economics**, v.10, n. 1, p. 3-36, 1988.
- DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **Accounting Review**, v. 77, n. SUPPL., p. 35–59, 2002.
- DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 344-401, 2010.
- DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting earning management: a new approach. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, 2012.
- DECHOW, P.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v.13, n.1, p. 1–36, 1996.
- DECHOW, P.M.; SKINNER, D. Earning Management: reconciling the views of accounting academics practitioners and regulators. **Accounting Horizons**. v. 14, n. 2, 2000.
- DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v.17, p. 145–76, 1994.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings management to exceed thresholds. **Journal of Business**, v. 72, n. 1 p. 1-33, 1999.
- DUCHARME, L.; MALATESTA, P.; SEFCIK, S. Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. **Journal of Financial Economics**, 71, n. 1, p. 27–49, 2004.
- ELESWARAPU, V. R.; VENKATARAMAN, K. The impact of legal and political institutions on equity trading costs: a cross-country analysis. **The Review of Financial Studies**, v.19, n. 3, 1081- 1111, 2006.
- ENOMOTO, M.; KIMURA, F.; YAMAGUCHI, T. Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 11, n. 3, p. 183–198, 2015.
- ERICKSON, M.; WONG, S. Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers, **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n.2, p. 149-176, 1999.
- EWERT, R.; WAGENHOFER, A. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. **The Accounting Review**, v.43, n. 1,p. 101-1,124, 2005.
- FAMA, E. F. Session topic: stock market price behavior session chairman: Burton G. Malkiel efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Jstor**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.

FAMA, E.; FRENCH, K. A five-factor asset pricing model. **Journal of Financial Economics**, v. 116, p.1-22, 2015.

FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, p. 3-56, 1993.

FAVERI, D. B.; KNUPP, P. S. Finanças comportamentais: relação entre traços de personalidade e vieses comportamentais. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 15, n.1, p. 18-30, 2018.

FERREIRA, V. R. M. **Psicologia Econômica**: estudo do comportamento econômico e da tomada de decisão. Elsevier, Rio de Janeiro, 2008.

FERRIS, S. P.; HAUGEN, R. A.; MAKHIJA, K. Predicting contemporary volume with historic volume at differential price level: evidence supporting the disposition effect. **The Journal of Finance**, v. 43, n.3, p.677-697, 1988.

FIEGENBAUM, A. Prospect theory and the risk-return association. **Journal of Economics Behavior and Organization**, v. 14, p. 187-203, 1990.

FISCHHOFF, B. Knowing with certainty: The appropriateness of extreme confidence. **Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance**, v. 3, n. 4, p. 552–564, 1977.

FRIEDMAN, M.; SAVAGE L. J. The utility analysis of choices involving risks. **Journal of Political Economy**, v.56, p. 279-304, 1948.

FUDENBERG, D.; TIROLE, J. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. **Journal of Political Economy**, v. 103, p. 75-93, 1995.

GALVÃO JR., A. F. Quantile regression for dynamic panel data with fixed effects. **Journal of Econometrics**, v. 164, n. 1, p. 142-157, 2011.

GERVAIS, S.; HEATON, J. B.; ODEAN, T. Overconfidence, investment policy and manager welfare. **Working paper**, Duke University, 2006.

GIGERENZER, G.; GAISSMAIER, W. Heuristic decision making. **Annual Review of Psychology**, v. 62, n. 1, p. 451-482, 2011.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed., São Paulo: Atlas, 2008.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GIROUX, Gary. **Detecting earnings management**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

GOMES, F. Portfolio choice and trading volume with loss averse investors. **The Journal of Business**, v. 78, n. 2, 2005.

GONG, G.; LOUIS, H.; SUN, A. Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers market performance. **Journal of Accounting and Economics** 46, n. 1, p. 62–77, 2008.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implication of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v.40, p.3-73, 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.

HABIB, A.; HOSSAIN, M.; CAHAN, S. Managerial overconfidence, earnings management and the global financial crisis. In: **AFAANZ 2012 Conference Proceedings**. Wiley-Blackwell Publishing Asia, 2012.

HACKBARTH, D. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, p. 843–881, 2008.

HAUGEN, R. A. **The new finance: the case against efficient markets**. New Jersey: Prentice Hall, 1999.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 85–107, p. 23, 1985.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The effect of firm financial disclosure policies on stock prices, **Accounting Horizons**, v. 7, n.1, p. 1-11, 1993.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. **SSRN Electronic Journal**, n. November, 1999.

HIRSHLEIFER, D. Investor psychology and asset pricing. **The Journal of Finance**, v. 56, n.4, 2002.

HRIBAR, P.; YANG, H. CEO overconfidence and management forecasting. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n.1, p. 204-227, 2016.

HSIEH, T. S.; BEDARD, J. C.; JOHNSTONE, K. M. CEO overconfidence and earning management during shifting regulatory regimes. **Journal of Business Finance Accounting**, v. 41, n. 9-10. 2014.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; BRESSAN, A. A. Evolução da pesquisa em finanças: epistemologia, paradigma e críticas. **O&S**, v.16, n.49, p.351-370, 2009.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 11 ed. São Paulo, Atlas, 2015.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

JIRAPORN, P; MILLER, G. A; YOON, S.S; KIM, Y, S. Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. **International Review of Financial Analysis**, v. 17, n. 3, p. 622–634, 2008.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193–228, 1991.

JUDGE, G. G.; GRIFFITHS, W. E.; HILL, R. C.; LUTKEPOHL, H. **The Theory and practice of Econometrics**. 2ed. New York: Wiley, 1985.

KAHNEMAN, D. **Rápido e devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Choices, values, and frames. **American Psychologist**, v. 39, n. 4, p.341–350, 1984.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Prospect theory: an analysis of decision under Risk. **Econométrica**, v.17, n.2, p. 263-292, 1979.

KAIRIES-SCHWARZ, N.; KOKOT, J./ VOMHOF, M.; WEBLING, J. Health insurance choice and risk preferences under cumulative prospect theory – an experiment. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 137, p. 374–397, 2017.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. **Governance matters IV**: Governance indicators for 1996-2004. Working paper. Disponível em: <https://scihub.tw/10.2139/ssrn.718081>. Acesso em: 16 de julho de 2019.

KEREN, G. Calibration and probability judgments: conceptual and methodological issues. **Acta Psychologica**, v. 77, p. 217–273, 1991.

KIM, J-B.; SOHN, B. C. Real earnings management and cost of capital. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 6, p. 518–543, 2013.

KIMUYU, P. Corruption, firm growth and export propensity in Kenya. **International Journal of Social Economics**, v. 34, n. 3, p. 197-217, 2007.

KINNEY, W.; BURGSTAHLER, D.; MARTIN, R. Earnings surprise " Materiality " as Measured by Stock Returns. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 5, p. 1297–1329, 2002.

KIRSCHENHEITER, M.; MELUMAD, N. D. Can "big bath"and earning msmoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 761-796, 2002.

KLIGER, D.; TSUR, I. Prospect theory and risk-seeking behavior by troubled firms. **Journal of Behavioral Finance**, v.12, p. 29-40, 2011.

- KOEHLER, D. J.; BRENNER, L. A.; LIBERMAN, V.; TVERSKY, A. Overconfidence in probability and frequency judgments a critical examination. **Organizational behavior and human decision processes**, v. 65, p. 212-219, 1996.
- KOENKER, R. Quantile regression for longitudinal data. **Journal of Multivariate Analysis**, v. 91, n. 1, p. 74-89, 2004.
- KUO, M. H.; CHEN, S. K. Prospect theory and disposition patterns: evidence from Taiwan investors. **Studies in Economics and Finance**, v. 29, n. 1, p. 43-51, 2012.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, İ. Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. **Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963–1008, 2007.
- LEHNER, J. M. Shifts of Reference Points for Framing of Strategic Decisions and Changing Risk-Return Associations. **Management Science**, v.46, p. 63–76, 2000.
- LEMMA, T. T.; NEGASH, M.; MLILO, M. Determinants of earning management: evidence from around the world. **Working paper**, 2013. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2370926. Acesso em: 16 de dezembro de 2019.
- LENCIONE, M. A. C. Modelos de precificação. **Thesis**, v.3, p. 26-50, 2005.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of financial economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LEVY, H.; DE GIORGI, E. G.; HENS, T. Two Paradigms and Nobel Prizes in Economics: A Contradiction or Coexistence? **European Financial Management**, v. 18, n. 2, p. 163–182, 2012.
- LEVY, H.; LEVY, M. Experimental test of the prospect theory value function: a stochastic dominance approach. **Organizational Behavior and Human Decision Process**, v. 89, n.2, p.1058-1081, 2002.
- LI, L.; HWANG, N. C. R. Prospect Theory and Earnings Manipulation : Examination of the Non-Uniform Relationship between Earnings Manipulation and Stock Returns Using Quantile Regression. **Working paper in Economics**, University of Waikato, 2017.
- LICHTENSTEIN, S.; FISCHHOFF, B.; PHILLIPS, L. D. Calibration of probabilities: The state of the art to 1980. In D. Kahneman, P. Slovic, & A. Tversky (Eds.), **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases** (p. 306–334). New York: Cambridge Univ. Press, 1982.
- LINTNER, J. The valuation of risk asset and the selection of risk investments in stock portfolio and capital budgets. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, 1965.

LJUNGQVIST, A.; WILHELM JR., W. Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior? **Journal of Finance**, v.60, p. 1759-1790, 2005.

LO, K. Earnings management and earnings quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 45, n. 2-3, p. 350-357, 2008.

LOBO, B. G.; PIMENTA, D. P.; BORSATO, J. M. L. S.; LOPES, J. E. F. A Influência do Viés Aversão à Perda e do Significado do Dinheiro Sobre o Processo Decisório de Empreendedores Brasileiros . In: Seminários em Administração, 14., 2011, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: SEMEAD, 2011.

LOPES, A. B. **Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade**. In LOPES, A. B.(Coord.); IUDÍCIBUS, S. DE (Coord.). Teoria Avançada da Contabilidade (pp. 173-187). São Paulo: Atlas, 2012.

MACCRIMMON, K. R.; WEHRUNG, D. A. **Taking risks**: The management of uncertainty. New York: Free Press, 1986.

MACEDO JUNIOR, J. S. **Teoria do prospecto**: uma investigação utilizando simulação de investimentos. 2003. 173 f. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC, Florianópolis, 2003.

MALMENDIER, U.; TATE, G. CEO Overconfidence and Corporate Investment. **Journal of Finance**, v. 60, p. 2661 – 2700, 2005.

MALMENDIER, U.; TATE, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 20-43, 2008.

MARCH, J. G.; SHAPIRA, Z. Managerial perspectives on risk and risk taking. **Management Science**, v. 33, n.11, p.1404-18, 1987.

MAREWSKI, J. N.; GAISSMAIER, W. We favor models of heuristics rather than lists of loose dichotomies: a reply to Evans and Over. **Cogn Process**, v.11, p. 177-179, 2010.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection Harry Markowitz. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARKOWITZ, H.M. **Portfolio Selection**. New York: John Wiley & Sons, 1959.

MARTINEZ, A. L.; RAMOS, G. M. Governança corporativa e earnings management. In: Encontro da ANPAD - **EnANPAD**, Salvador, 2006.

MARTINEZ, A. L. The role of analysts as gatekeepers: enhancing transparency and curbing earnings management in Brazil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 712-730, 2011.

MARTINS, G.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências aplicadas**. 2. ed., São Paulo: Atlas, 2009.

MASATLIOGLU, Y.; OK, E. A. A canonical model of choice with initial endowments. **Review of Economic Studies**, forthcoming, v.81, n.2, p.851-883, 2014.

MASATLIOGLU, Y.; OK, E. A. Rational choice with status quo bias. **Journal of Economic Theory**, v.121, n.1, p.1–29, 2005.

MATSUMOTO, D. A. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. **Accounting Review**, v. 77, n. 3, p. 483–514, 2002.

MCCLELLAND, A. G. R.; BOLGER, F. The calibration of subjective probabilities: Theories and models 1980–1993. In G. Wright & P. Ayton (Eds.), **Subjective probability** (p. 453–482). Chichester: Wiley, 1994.

MCNICHOLS, M. F. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**. v.19, 313-345, 2000.

MCNICHOLS, M.; WILSON, P. G. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 1988, p. 2–31, 1988.

MCNICHOLS, M.F. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors: discussion. **Accounting Review**, v. 77, p. 61–69, 2002.

MEMIS, M. U.; CETENAK, E. H. Earnings management, audit quality and legal environment: an international comparison. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 2, n.4, p. 460-469.

MILLER, K.; P. BROMILEY. Strategic Risk and Corporate Performance: An Analysis of Alternative Risk Measures. **Academy of Management Journal**, v.33, p. 756–779, 1990.

MORRIS, R. D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. **Accounting and Business Research**, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.

MOSCA, A. **Finanças comportamentais**: gerencie suas emoções e alcance sucesso nos investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009

MOSSIN, J. Equilibrium in a asset market. **Econometria**, v. 34, n . 4, p. 768-783, 1966.

NEBEL, J. M. Status quo bias, rationality and conservatism about value. **Ethics**, v. 125, n.2, p. 449-476, 2015.

NG, D. The impact of corruption on financial markets. **Managerial Finance**, v. 32, n. 10, p. 822-836, 2006.

NICHOLSON, W. **Microeconomic theory**: basic principles and extensions. 8th ed. Ohio: South-Western College Pub, 2002.

OHLSON, J. A.; BILINSKI, P. Risk versus anomaly: A new methodology applied to accruals. **The Accounting Review**, v. 90, n. 5, p. 2057-2077, 2015.

OTHMAN, H. B.; ZEGHAL, D. A study of earnings management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: the Canadian and French cases. **The International Journal of Accounting**, v. 41, n. 4, p. 406-435, 2006.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

PAYNE, J. L.; ROBB, S. W. G. Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 15, n. 4, p. 371-392, 2000.

PISTOR, K.; RAISER, M.; GELGER, S. Law and finance in transition economies. European Bank for Reconstruction and Development **Working Paper** nº 48. 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214648. Acesso em: 16 dezembro de 2019.

PUBLIC OVERSIGHT BOARD. **The panel on audit effectiveness report and recommendations**. Agosto, p.76, 2000.

PUDUDU, M. L.; VILLIERS, C. DE. Earnings management through loss avoidance: does south Africa have a good story to tell? **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 19, n. 1, p. 18-34, 2016.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN; I. M. (coord.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

REIS, E. M.; CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBRX - Índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.7, n.2, p. 201-223, 2014.

REIS, E. M.; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, V. G. F. Evitar divulgar perdas: um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 69, p. 247-260, 2015.

RENDERS, A.; VANDENBOGAERDE, S. Corporate governance and earnings management: evidence from Europe. **Review of Business and Economics**, v.53, n.3, p. 263-287, 2008.

REPO, A, J. The Value of Information. Approches in Economics, Accounting, and Managing Science. **Jornal of the American society for information**, v. 40, n. 2, p. 68-85, 1989.

RIAHI-BELKAOUI, A. Effects of Corruption on Earnings Opacity Internationally. **Advances in International Accounting**, v. 17, p. 73-84, 2004.

RODRIGUES, F.; RUSSO, R. F. S. M. Heurísticas e Vieses. In: YU, A. S. O. (Org.); LIMA, A. C. (Org.); NASCIMENTO, P. T. S. (Org.); RUSSO, R. F. S. M. (Org.); SOUSA, W. H. (Org.). **Tomada de decisão nas organizações: uma visão multidisciplinar**. São Paulo: Saraiva. 2011.

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

RUBINSTEIN, M. Rational markets: Yes or no? The affirmative case. **Financial Analysts Journal**, v. 57, n.3, p. 15–29, 2001.

SANTOS, L. C.; TAKAMATSU, R. T. Nível de corrupção dos países e opacidade dos resultados contábeis. **Enfoque Reflexão Contábil**, v.37, p. 21-32, 2018.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, p. 91-102, 1989.

SCHRAND, C; ZECKMAN, S. L. Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1–2, p. 311–329, 2012.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 3rd ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.

SHAFFER, W. E. Effects of Materiality , and Ethical on Perceptions by Fraudulent Reporting Financial Executives. **Journal of Business**, v. 38, n. 3, p. 243–262, 2002.

SHARPE, W. F. A Simplified Model for Portfolio Analysis. **Management Science**, v. 9, n. 2, p. 277–293, 1963.

SHARPE, W.F. Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, p. 425-442, set. 1964.

SHEFRIN, H.; STATMAN, M. The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence. **Journal of Finance**, v.40, p. 777-790, 1985.

SHIVAKUMAR, L. Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings ? London Business School Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings ? Abstract I examine earnings management around seasoned equit. **London Business School**, 2000.

SILVA, A.; GANZ, A. S.; ROHENKOHL, L. B.; KLANN, R. C. Conservadorismo contábil em empresas complexas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 42-57, 2019.

- SIMON, H.A. A behavioral model of rational choice. **Quarterly journal of economic**, v. 69, n. 1, p. 99-118, 1955.
- SINHA, T. Prospect Theory and the Risk Return Association: Another Look. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v.24, p. 225– 231, 1994.
- SKINNER, D. J.; DECHOW, P. M. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235–250, 2000.
- SKINNER, D. J.; SLOAN, R. G. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns: Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. **Review os accounting studies**, v. 7, n. 2–3, p. 289–312, 2002.
- SLOAN, R. Accounting earnings and top executive compensation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 16, p. 55–100, 1993.
- SMITH, V. L. **Rationality in economics**: constructivist and ecological forms. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2008.
- STULZ, R. M. The limits of financial globalization. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 4, p. 1595-1638, 2005.
- SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n.1-3, p. 249-281, 1996.
- SUNDER, S. **Teoria da contabilidade e do controle**. São Paulo: Atlas, 2014.
- SVENSON, O. Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? **Acta Psychologica**, v. 47, n. 2, p. 143–48, 1981.
- TAYLOR, S. E.; BROWN, J. D. Illusion and well-being: A social psychological perspective on mental health. **Psychological Bulletin**, v. 103, n. 2, p. 193–210, 1988.
- 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.
- THALER, R. H. Behavioral economics: past, present and future. **American Economic Review**, v. 107, n.7, p. 1577-1600, 2016.
- THALER, R. H. The End of Behavioral Finance: Why Behavioral Finance Cannot Be Dismissed. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 6, p. 12–17, 1999.
- THALER, R. H.; SUNSTEIN, C. R. **Nudge**: o empurrão para a escolha certa. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

THOMAS, J.; ZHANG, X. Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, n. 4-5, p. 347-376, 2000.

TOBIN, J. Liquidity preference as a behavior toward risk. **Review of Economic Studies**, v. 25, n. 2, p. 65-86, 1958.

TORGA, E. M. M. F. **Um estudo sobre o comportamento de investidores e os fatores intervenientes na tomada de decisão em ambiente virtual de uma organização financeira**. 2017. Tese (Doutorado em Administração). Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais.

TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**, 26, n. 3, p. 127-139, 1988.

TRUEMAN, B.; TITMAN, S. An explanation for accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**, v. 26, p. 127-139, 1988.

TUCKER, J.; ZAROWIN, P. Does income smoothing improve earnings informativeness. **The Accounting Review**, v. 81, p. 251-270, 2006.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Judgment under uncertainty: heuristics and biases. **Science**, v. 185, p. 1124-1131, 1974.

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D. Loss aversion in riskless choice: a reference-dependent model. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 4, p. 1039-1061, 1991.

VALENTE, L. C. M.; SOUZA, E. C.; VALE, S. M. L. R.; BRAGA, M. J. Relação entre gastos preventivos e com tratamento: levantamento da situação em fazendas produtoras de leite de Minas Gerais, Brasil. **Revista Brasileira de Zootecnia**, v. 41, n. 1, p. 212-220, 2012.

VLADU, A. B.; AMAT, O.; CUZDRIOREAN, D. D. Truthfulness in Accounting: How to Discriminate Accounting Manipulators from Non-manipulators. **Journal of Business Ethics**, v. 140, n. 4, p. 633-648, 2017.

VON NEUMANN, J. e MORGENSTERN, O. **Theory of games and economic behavior**. Princeton, N. J., Princeton University Press, 1967.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WEBER, M.; CAMERER, C. F. The disposition effect in securities trading: an experimental analysis. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 33, n. 2, p. 167-184, 1998.

WEINSTEIN, N. Unrealistic Optimism about Future Life Events. **Journal of Personality and Social Psychology**, n. 39, p. 806-820, 1980.

WILLIAMSON, O. E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171–195, 2002.

WOLD, H. **Systems analysis by partial least squares**. In: Measuring the unmeasurable. H.L. Nijkamp e N. Wrigley (eds.), Boston, 1985.

WONG, M. H. The Association Between SFAS No. 119 Derivatives Disclosures and the Foreign Exchange Risk Exposure of Manufacturing Firms. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 387-417, 2000.

WOOLDRIGE, J. M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

YATES, J. F. **Judgment and decision making**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1990.

YOSHINAGA, C. E.; OLIVEIRA, R. F.; SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Finanças comportamentais: uma introdução. **Revista de Gestão USP**, v. 15, n. 3, p. 23-25, 2008.

ZAHER, A. M. The effect of managerial overconfidence on accrual-based and real-activities earnings management: evidence from Egypt. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v.23, n.4, 2019.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 675–703, 2012.