

O RELACIONAMENTO DO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS NO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS DO NOVO MERCADO NA B3

THE RELATIONSHIP OF CORPORATE RISK MANAGEMENT DISCLOSURE IN THE EARNINGS MANAGEMENT IN COMPANIES OF THE NOVO MERCADO AT B3

Jheneffer Silva Santos Duarte

Mestranda de Contabilidade Financeira
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal de Goiás
jheny.duarte1@gmail.com

Carlos Henrique Silva do Carmo

Doutor em Controladoria e Contabilidade (FEA/USP)
Professor Permanente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis
Universidade Federal de Goiás
chscarmo@ufg.br

Resumo:

Este artigo tem como objetivo identificar a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas do Novo Mercado da B3. Para isto foi selecionada uma amostra de 120 empresas entre os anos de 2016 e 2019. As *proxies* de gerenciamento de resultados foram obtidas por meio da estimação dos *accruals*, dados pelo modelo de Pae (2005) e por atividades reais, geradas pelo modelo de Roychowdhury (2006). Já para analisar o *disclosure* de gestão de riscos corporativos foi elaborado um *checklist*, embasado na Instrução CVM n. 480/2009 e 586/2017 e coletado do item 5 do Formulário de Referência disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por meio da regressão quantílica, os resultados apontaram que o *disclosure* de gestão de riscos corporativos está positivamente relacionado ao gerenciamento de resultados, apresentando resultados mais robustos nos níveis com menor gerenciamento de resultados, ou seja, em empresas que fazem menor uso do gerenciamento de resultados quanto maior o *disclosure* de gestão de riscos corporativos maior o gerenciamento de resultados. Este resultado permite inferir que em busca de demonstrar maior confiabilidade de suas demonstrações, as empresas tendem a apresentar um alto nível de *disclosure* de gestão de riscos corporativos, associado a um maior gerenciamento de resultados. Este estudo contribuiu para os investidores e gestores das empresas, visto que a divulgação dos riscos corporativos e o gerenciamento de resultados são práticas que permitem aos usuários tomarem decisões mais simétricas.

Palavras-chave: *disclosure*; gestão de riscos corporativos; gerenciamento de resultados.

Abstract:

This paper aims to identify a relationship between corporate risk management disclosure and earnings management in B3's Novo Mercado companies. For this, a sample of 120 companies between the years 2016 and 2019 was described. As earnings management proxies, they were obtained through the estimation of accumulations, given by the Pae (2005) model and by real activities, generated by the Roychowdhury model (2006). In order to analyze the disclosure of

- Submissão em: 18/10/2021.
- Envio para avaliação em: 19/10/2021.
- Término da avaliação em: 19/10/2021.
- Correções solicitadas em: 19/10/2021.
- Recebimento da versão ajustada em: 20/10/2021.
- Aprovação final em: 20/10/2021.

corporate risk management, a checklist was drawn up, based on Instrução CVM n. 480/2009 and 586/2017, collected from item 5 of the Formulário de Referência available on the website of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Through quantile regression, the results indicated that the disclosure of corporate risk management is positively related to earnings management, with more robust results at levels with less earnings management, that is, in companies that make less use of earnings management as greater disclosure of corporate risk management greater earnings management. This result allows us to infer that, in search of a greater reliable statements, as companies they tend to present a high level of disclosure of corporate risk management, associated with greater earnings management. This study contributed to company investors and managers, as the disclosure of corporate risks and earnings management are practices that allow users to make more symmetrical decisions.

Keywords: disclosure; corporate risk management; earnings management.

1 Introdução

Um dos fatores que mais contribuem para a melhoria da evidenciação de informações financeiras pelas empresas é a adoção de boas práticas de governança corporativa, em que se destaca o princípio da transparência relacionado a diversos aspectos da organização, entre eles, os riscos de mercado, que objetivam transmitir maior confiabilidade às informações divulgadas (FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010).

A maneira como as empresas gerenciam seus riscos tem recebido aos poucos maior atenção a partir da década de 1990, por conta dos escândalos envolvendo a Enron, a fim de melhorar a confiabilidade das demonstrações financeiras (WANG; LIN; WERNER; CHANG, 2018). O *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO, 2004) observa que uma organização deve considerar o seu próprio ambiente e os riscos suportados pelos seus gestores ao desenvolver sua estrutura de gestão de risco.

Elzahar e Hussainey (2012) afirmam que a divulgação (*disclosure*) de informações sobre os diferentes tipos de riscos auxilia os usuários a avaliarem os riscos presentes e futuros, os quais são relevantes para otimizar seus rendimentos. Assim, o *disclosure* de informações relativas aos riscos torna-se uma decisão empresarial cada vez mais importante, já que elas podem ser úteis para os investidores avaliarem com maior eficiência os fluxos de caixa esperados, reduzindo o nível de incerteza (ELSHANDIDY; NERI, 2015; SEMPER; BELTRÁN, 2014).

De acordo com a legislação brasileira, o *disclosure* de gestão de riscos corporativos é regulamentado pela Instrução CVM n. 480/2009 em complemento a Instrução CVM n. 586/2017, relatado no item 5 “Gerenciamento de riscos e controles internos” do Relatório de Referência.

As empresas, visando mitigar a assimetria informacional, esperam que a qualidade das informações divulgadas contribua para a redução dos conflitos de agência entre investidores e gestores (BASTOS; MARQUES, 2019). Com a falta de informações de qualidade, os investidores incorrem em maiores riscos, tendo em vista que eles utilizam os dados divulgados para fazer as análises necessárias para avaliar melhor o desempenho da firma, e conseqüentemente, as suas escolhas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2017).

Concomitantemente, o gerenciamento de resultados é uma prática que surge no contexto do conflito de agência (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010). Segundo Jensen e Meckling (1976) existe um conflito iminente entre gestores (agentes) e acionistas (principais), pois os agentes, contratados em nome dos principais com vistas a maximizar os resultados da firma, podem, em decorrência da natureza dos indivíduos, e visando satisfazer ao oportunismo dos agentes, manipular as informações contábeis para auferir benefícios específicos.

O gerenciamento de resultados caracteriza-se pela intervenção dos gestores nos resultados da empresa, a fim de demonstrar um resultado diferente da realidade ao investidor, intencionando algum ganho e com base em algum entendimento do administrador sobre os relatórios financeiros (HEALY; WAHLEN, 1999). Dentre os tipos de gerenciamento de resultados vale destacar o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por operações reais. Zang (2012) especifica que nos últimos anos as empresas tendem a utilizar simultaneamente tanto o gerenciamento de resultados por *accruals* quanto o gerenciamento de resultados por atividades reais para gerenciar resultados.

Um sistema de gestão de riscos corporativos de alta qualidade pode limitar potencialmente a capacidade da administração de usar atividades reais ou *accruals* para manipular os resultados, reduzindo ainda mais o risco de informações para os usuários das demonstrações financeiras (WANG et al., 2018). Sendo assim, se os *stakeholders* considerarem o gerenciamento de resultados como uma ferramenta usada pelos gerentes para manipular informações em relatórios financeiros em casos de informações assimétricas, então a gestão dos riscos corporativos pode interferir no uso do gerenciamento de resultados pelos gerentes.

Estudos anteriores evidenciaram que empresas com relatórios financeiros de maior qualidade exibem menor manipulação de resultados e que empresas com maior participação de mercado ou melhor desempenho operacional têm menos incentivos para gerenciar resultados (DATTA; ISKANDAR-DATTA; SINGH, 2013; LO; RAMOS; ROGO, 2017).

Ge e McVay (2005) apontaram que o controle interno geralmente está relacionado a um comprometimento insuficiente de recursos para controles contábeis e que as deficiências materiais específicas da conta mais comuns ocorrem nas contas relacionadas aos *accruals*. Chan, Farrell e Lee (2008) identificaram que as empresas que relatam deficiências materiais de controle interno têm *accruals* discricionários mais positivos e absolutos.

Seguindo em uma mesma linha, porém com o uso do gerenciamento de resultados por atividades reais, Lenard, Petruska, Alam e Yu (2016) descobriram que as empresas com deficiências de controle interno são mais propensas do que outras empresas a usar atividades reais. Feng, Li, McVay e Skaife (2015) mostraram que as empresas com maiores divulgações de fraqueza do material de controle interno gerenciam seu estoque, uma atividade real, de forma menos eficaz. Da mesma forma, Jarvinen e Myllymaki (2016) descobriram que as empresas apresentaram níveis mais elevados de manipulação de atividades reais ao divulgar fraquezas materiais em seus controles internos.

Uma vez que o controle interno faz parte do conjunto de *disclosure* de gestão de riscos corporativos, conforme imposto pela Instrução CVM n. 480/2009 e 586/2017 e que a gestão de riscos pode apresentar uma relação com o uso de gerenciamento de resultados pelos gerentes (WANG et al., 2018), o problema de pesquisa se baseia em **Qual a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados?**

Consequentemente o objetivo deste artigo é identificar a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas participantes do Novo Mercado, visto que neste nível de governança as companhias tendem a se comprometer com um nível mais alto de *disclosure* e com os princípios que norteiam as boas práticas de governança corporativa (PROCIANOY; VERDI, 2009).

No âmbito brasileiro não se tem notícias de pesquisas que investigaram a relação entre evidenciação de fatores de riscos corporativos e gerenciamento de resultados, apenas estudos relacionados as deficiências de controles internos e o gerenciamento de resultados (BASTOS; MARQUES, 2019), governança corporativa e *disclosure* de gerenciamento de risco (SILVA, 2020), gestão de risco empresarial e desempenho empresarial (JACOMOSSI; LUNARDI; SILVA, 2019), *disclosure* dos riscos de mercado e o custo de capital (PASSOS; ALMENDRA; LUCA; VASCONCELOS, 2017).

Internacionalmente é possível observar estudos semelhantes ao proposto neste artigo, como o de Wang et al. (2018) que examinou o impacto das atividades de financiamento externo nas decisões de gerenciamento de resultados, explorado o papel da gestão de risco corporativo como um potencial moderador nesta relação. Além de outros exemplos como o de Kuo, Lin e Chien (2021) que examinam a relação entre a gestão de risco empresarial e a responsabilidade social corporativa e como essa relação é afetada pela confiança gerencial e pelo gerenciamento de resultados de atividades reais. E ainda o de Brown, Pott e Wömpener (2013) que investigaram o impacto da reforma obrigatória de controle interno e o gerenciamento de risco (ICRM) nos atributos de qualidade contábil baseados em lucros na Alemanha.

O estudo torna-se então relevante pelo fato de colaborar com a literatura nacional acerca do impacto do *disclosure* de gestão de riscos corporativos no gerenciamento de resultados, não ficando apenas restrito ao controle interno que é um dos componentes do *disclosure* de gestão de riscos corporativos, abordado em pesquisas anteriores como as de Bastos e Marques (2019) e Chan, Farrell e Lee (2008). Observa-se então que os artigos anteriores focam seus achados em apenas uma parte do *disclosure* de gestão de riscos corporativos, que é o controle interno, conforme dispõe a Instrução CVM n. 480/2009 disponível no Relatório de Referência, gerando assim uma lacuna na investigação mais abrangente da estrutura de gestão de riscos divulgada.

Desta maneira, o presente estudo visa contribuir evidenciando um novo achado motivado pela relação do *disclosure* de gestão de riscos corporativos com o gerenciamento de resultados para a literatura do tema sobre o impacto que o *disclosure* de gestão de riscos pode causar nas empresas brasileiras, diante da prática do gerenciamento de resultados por parte delas. Além disso, o estudo contribui para os investidores e gestores das empresas, visto que a divulgação dos riscos corporativos e o gerenciamento de resultados são práticas que permitem aos usuários praticarem decisões mais simétricas.

2 Referencial Teórico

Neste tópico é tratado a respeito do conceito do *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados, bem como a apresentação de como se vem estudando este assunto na literatura nacional e internacional. No final deste referencial teórico é levantado a hipótese que norteia o estudo em questão.

2.1 *Disclosure* de Gestão de Riscos Corporativos

O risco de mercado pode ser definido a partir do potencial de mudanças nas taxas de mercado e nos preços, incluindo taxas de juros, taxas de câmbio e preços das commodities (FERNANDES; SOUZA; FARIA, 2010). O termo risco ainda pode ser definido como a incerteza de um determinado evento e ocorre quando o futuro é desconhecido, mas a distribuição de probabilidade de futuros possíveis é conhecida (MILLER, 1977).

O conjunto de informações sobre riscos constitui-se de parte essencial das informações que as empresas devem divulgar (SEMPER; BELTRÁN, 2014; ZREIK; LOUHICHI, 2017). Em consonância com Tan, Zeng e Elshandidy (2017) a clareza das informações divulgadas nos relatórios e demais documentos corporativos vem proporcionar melhores condições de julgamento e decisão a analistas de mercado e investidores, pois mostra que a instituição se preocupa em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado.

A instrução CVM n. 480/2009, em seu anexo 24 apresenta o Formulário de Referência, e exige que a empresa descreva, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos de mercado a que se vê exposta. Dentre as informações que devem conter neste formulário, tem-se a seção que trata a respeito dos controles internos e das políticas de gestão de riscos corporativos e de mercado.

Com o intuito de trazer um aprimoramento à Instrução CVM n. 480/2009, instituiu-se em 2017 a Instrução CVM n. 586, impondo a obrigatoriedade, a partir de 2018, para empresas

brasileiras listadas na B3, de divulgarem mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados, na busca por prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes e irregularidades praticadas contra a administração pública, nacional ou estrangeira.

Conforme argumenta Hoyt e Liebenberg (2015) a preocupação das empresas em controlar o risco tem crescido nos últimos anos, pois os *stakeholders* das firmas têm aumentado o interesse pelo *disclosure* mais tempestivo de riscos (AMRAN; BIN; HASSAN, 2008). Isso permite afirmar, segundo Elzahar e Hussainey (2012), que o *disclosure* de informações sobre os diferentes tipos de riscos auxilia os usuários a avaliarem os riscos presentes e futuros, os quais são relevantes para otimizar seus rendimentos.

A gestão de riscos em algumas organizações consiste apenas em controlar o negócio para o cumprimento dos limites e políticas de risco, enquanto em outras, a função é auxiliar a organização a conhecer as incertezas em seu ambiente competitivo (MIKES; KAPLAN, 2014). O *Institute of Internal Auditors* (IIA, 2020) dispõe que a implantação de um sistema eficaz de gestão de riscos é uma responsabilidade chave da administração e do conselho de administração, aos quais cabem adotar uma abordagem holística para identificação dos riscos organizacionais, bem como utilizar-se de controles para minimizá-los.

Alguns estudos, como o de Jacomossi, Lunardi e Silva (2019), ao investigar a relação entre a gestão de riscos corporativos e as variáveis contingenciais (incerteza ambiental, competição setorial, complexidade da empresa, tamanho da empresa e monitoramento do conselho de administração) de 311 empresas listadas na B3 mediante o desempenho empresarial da organização, identificou que empresas de alto desempenho atribuem maior importância às variáveis contingenciais do que as demais organizações, quando da implementação da gestão de risco corporativo.

No mesmo sentido os achados internacionais de Baxter, Bedard, Hoitash e Yezegel (2013) afirmam que a qualidade da gestão de risco empresarial demonstra-se associada ao desempenho organizacional, em um estudo em empresas dos setores bancário e de seguros. Além disso, a gestão de risco corporativo de maior qualidade está associada a uma melhor governança corporativa, menos risco relacionado à auditoria e conselhos com maior duração.

Silva (2020) analisou a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gestão de risco em 88 companhias brasileiras listadas na B3, no período de 2016 a 2018 antes e após a Instrução CVM n. 586/2017. Os resultados apontaram que o nível de governança corporativa influenciou positivamente o nível de *disclosure* de gestão de risco, ou seja, a partir do avanço das empresas nos termos da governança corporativa, maior tende a ser a preocupação em manter um nível elevado de transparência quanto a sua gestão de risco, uma vez que isso reduz os conflitos de agência ao permitir um maior conhecimento da extensão dos riscos que envolvem a empresa e de como a empresa os gerencia.

2.2 Gerenciamento de Resultados e *Disclosure* de Gestão de Riscos Corporativos

O gerenciamento de resultados, apesar de ter inúmeras definições com diferentes abrangências, consiste, em linhas gerais, na utilização de escolhas contábeis e operacionais por parte dos gestores, a fim de atender a resultados específicos da firma ou dos próprios agentes. Tais escolhas podem prejudicar a tomada de decisões por parte de *stakeholders* em função da falsa percepção da situação econômica da entidade, ou, até mesmo, influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis (ALZOUBI, 2016).

O gerenciamento de resultados se caracteriza então pela intervenção dos gestores nos resultados da empresa, a fim de demonstrar um resultado diferente da realidade ao investidor, intencionando algum ganho e com base em algum entendimento do administrador sobre os relatórios financeiros (HEALY; WAHLEN, 1999).

Dentre os tipos de gerenciamento de resultados vale destacar o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por operações reais ou também

chamado de gerenciamento de resultados por atividades reais. O gerenciamento de resultados por *accruals* conforme exposto por Cardoso (2005) ocorre através da escolha do momento do reconhecimento e/ou na escolha do critério de mensuração contábil. O gerenciamento de resultados por *accruals* é obtido por meio da alteração dos métodos contábeis ou estimativas usadas ao apresentar uma determinada transação nas demonstrações financeiras (ZANG, 2012).

O gerenciamento de resultados por atividades reais é definido por Roychowdhury (2006) como ações de gerenciamento que se desviam das práticas normais de negócios, realizadas com o objetivo principal de atingir o limite de resultados. Ele envolve decisões econômicas como acelerar as vendas por meio de termos de crédito mais brandos e maiores descontos aos clientes, a superprodução para diminuir o custo fixo por unidade e, em última análise, o custo unitário e o custo das vendas e a manipulação de despesas discricionárias como P&D, publicidade, vendas e despesas administrativas (EL DIRI, 2018 apud COHEN; ZAROWIN, 2010; CHI; LISIC; PEVZNER, 2011; CHENG, 2004; OSMA, 2008).

Zang (2012) constata que os gerentes empregam concomitantemente os dois tipos de gerenciamento de resultados e que mudam do gerenciamento por *accruals* para atividades reais conforme aumenta o risco de litígio. Essas descobertas implicam que as atividades reais e os métodos de gerenciamento de resultados por *accruals* são substitutivos e dependem dos custos e benefícios relativos de cada método.

Da mesma forma que o gerenciamento de resultados surgiu do fato do problema de agência (FAMA, 1980; WALKER, 2013), Murcia e Santos (2009) afirmam que o *disclosure* obrigatório contribui para redução da assimetria informacional. As empresas, visando mitigar a assimetria informacional, esperam que a qualidade das informações divulgadas contribua para a redução dos conflitos de agência entre investidores e gestores (BASTOS; MARQUES, 2019). Com a falta de informações de qualidade, os investidores incorrem em maiores riscos, tendo em vista que eles utilizam os dados divulgados para fazer as análises necessárias para avaliar melhor o desempenho da firma, e conseqüentemente, as suas escolhas (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2017).

Diante disso alguns trabalhos principalmente internacionais apresentaram uma relação próxima ou semelhante envolvendo a gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados. Ge e McVay (2005) ao estudar 261 empresas que apresentaram pelo menos uma fraqueza material no controle interno em seus registros na SEC após a data de vigência da Lei SarbanesOxley (SOX) de 2002 entre os anos de 2002 e 2004 identificaram que 55 empresas dessa amostra divulgaram controle interno deficiente em suas políticas e procedimentos de reconhecimento de receita, o que pode facilitar o gerenciamento de resultados por meio do reconhecimento impróprio de receita, como o aumento das vendas, enviando mais produtos para subsidiárias ou fornecendo mais que o necessário.

Chan, Farrell e Lee (2008) examinaram se as empresas que relatam deficiências materiais de controle interno sob a Seção 404 da SOX têm mais gerenciamento de resultados em comparação com outras empresas. O estudo foi feito em 149 empresas que relataram deficiências materiais de controle interno e 908 empresas que não relataram deficiência material de controle, obtidas por meio do Formulário 10-K e 10-K/A da EdgarOnline utilizando o termo “não manteve um controle interno eficaz” entre 2000 e 2004. Por meio do gerenciamento de resultados por *accruals* de Jones (1991) identificaram que empresas que relataram deficiências materiais de controle interno apresentaram mais *accruals* discricionários que as outras empresas.

Brown, Pott, Wömpener (2013) investigaram o impacto da reforma obrigatória de controle interno e gerenciamento de risco (ICRM) nos atributos de qualidade contábil baseados em lucros na Alemanha. Como *proxies* da qualidade usou-se modelos como o de Basu (1997) e a suavização de lucros. A pesquisa foi feita com 436 empresas alemãs entre os anos de 1994 e 2002. Os resultados mostraram que as empresas alemãs apresentaram reconhecimento de

perdas mais oportuno e níveis mais baixos de suavização de lucros após a reforma obrigatória de controle interno sobre controle e transparência.

Lenard et al. (2016) examinaram se as empresas dos EUA que apresentaram relatórios de divulgação de fraqueza de controle interno (ICW) com a *Securities and Exchange Commission* (SEC), como parte das exigências de relatórios anuais da Seção 404 da SOX de 2002, também exibem níveis mais elevados de manipulação de atividades reais além dos *accruals* entre os anos 2004 e 2010. Usando o modelo de Roychowdhury (2006) para o gerenciamento de resultados por atividades reais e o modelo de Jones (1991) para o gerenciamento de resultados por *accruals*, testou-se a hipótese entre as empresas que apresentam relatórios de divulgação de fraqueza de controle interno das que não apresentam. Os resultados apontaram que empresas que apresentaram relatórios de divulgação de fraqueza de controle interno implicam em maior uso do gerenciamento de resultados de atividades reais, enquanto não causa efeito de relação nenhuma no gerenciamento de resultados por *accruals*.

Wang et al. (2018) examinaram o impacto das atividades de financiamento externo nas decisões de gerenciamento de resultados e o papel do gerenciamento de risco corporativo como um potencial fator moderador nessa associação. Para isso o estudo foi feito em 1.119 empresas de capital aberto na *Taiwan Stock Exchange Corporation* (TWSE) do banco de dados do *Taiwan Economic Journal* (TEJ) durante o período de 2004-2015. Para o gerenciamento de resultados por *accruals* foi utilizado o método desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005) para estimar os *accruals* e o modelo de Roychowdhury (2006) para o gerenciamento de resultados de atividades reais. Para o gerenciamento de risco corporativo utilizou-se o que chamaram de índice ERM, baseado nos quatro objetivos no COSO (2004) (estratégia, operações, relatórios e conformidade). Os resultados evidenciaram que o desempenho de gestão de risco corporativo mais fraco está positivamente associado ao gerenciamento de resultados de atividades reais, o que indica que o desempenho de gestão de risco corporativo ruim provavelmente permite que os gerentes se envolvam em gerenciamento de resultados de atividades reais.

Kuo, Lin e Chien (2021) examinaram a relação entre a gestão de risco empresarial e a responsabilidade social corporativa e como essa relação é afetada pela confiança gerencial e pelo gerenciamento de resultados de atividades reais em empresas listadas no TEJ entre 2010 e 2015. Por meio de um índice de gestão de risco construído por eles e do modelo de gerenciamento de resultados de atividades reais por Roychowdhury (2006) os resultados apontaram que empresas com o gerenciamento de risco anormal mais alto provavelmente aumentará as atividades de responsabilidade social corporativa por meio do gerenciamento de resultados reais.

Nacionalmente o que se tem notícia é a relação de controle interno e o gerenciamento de resultados, como apontado no estudo de Bastos e Marques (2019), que analisaram a associação entre as deficiências de controles internos e o gerenciamento de resultados em 45 empresas listadas na B3 no período de 2010-2016. Por meio do gerenciamento de resultados de Jones Modificado com o Retorno sobre ativos (ROA) e do total de deficiências reportadas, coletada por meio do sítio eletrônico COMDINHEIRO e baseadas no trabalho de Ge e McVay (2005) identificou-se que quanto menores os reportes de deficiências de controles internos, maiores são as práticas de gerenciamento de resultados.

Com base nos argumentos apresentados percebe-se que a gestão de riscos corporativos está positivamente relacionada ao uso do gerenciamento de resultados e a fim de estender este estudo ao *disclosure*, visto que tanto o *disclosure* de gestão de riscos corporativos quanto o gerenciamento de resultados contribuem para a minimização da assimetria informacional, a hipótese de pesquisa se apresenta da seguinte maneira:

H: Quanto maior o *disclosure* de gerenciamento de riscos corporativos maior é uso de gerenciamento de resultados empregado pelas empresas do Novo Mercado da B3.

3 Metodologia

Neste tópico é apresentado a amostragem da pesquisa, bem como as variáveis e o modelo empírico que foram utilizados para a análise da hipótese. É apresentado ainda a forma de coleta dos dados e as técnicas estatísticas utilizadas.

3.1 Delineamento da Pesquisa e Amostragem

A fim de atender o objetivo deste artigo foram selecionadas todas as empresas do Novo Mercado listada na B3 entre os anos de 2016 e 2019. O nível de governança do Novo Mercado foi escolhido por ser um conjunto que adota regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas. Além disso, neste nível de governança as companhias tendem a se comprometer com um nível mais alto de *disclosure* e com os princípios que norteiam as boas práticas de governança corporativa (PROCIANOY; VERDI, 2009).

A amostra inicial obtida por meio da Economatica® foi de 165 empresas. Desta amostra excluiu-se as empresas classificadas como financeiras segundo a classificação “Setor Econômico Bovespa” contido na Economatica®, por suas características específicas. Além da exclusão das empresas financeiras, foram excluídas também empresas cujo setor tinha menos de cinco empresas, pois isto inviabiliza a estimação das *proxies* do gerenciamento de resultados.

Tabela 1 - Amostragem da pesquisa

Descrição	Total de empresas
Empresas do Novo Mercado listadas na B3	165
(-) Empresas financeiras	20
(-) Empresas cujo setor apresentou menos que 5 empresas	1
(-) Empresas sem dados suficientes	24
Total	120

Fonte: elaborado pelos autores

Por fim foram excluídas também as empresas que não possuíam pelo menos um dado de uma das variáveis do artigo. Sendo assim, a amostra final é apresentada na Tabela 1, contendo 120 empresas, somando ao todo 405 observações.

3.2. Variáveis dependentes

Como variáveis dependentes da pesquisa, foram utilizadas o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais. O gerenciamento de resultados por *accruals* foi obtido por meio do modelo de Pae (2005), gerando a *proxy* denominada de AEM. O gerenciamento de resultados por atividades reais foi obtido por meio do modelo de Roychowdhury (2006), gerando as *proxies* REM_{TOTAL} , REM_{FCO} , REM_{PROD} e REM_{DESP} .

Para o cálculo da *proxy* AEM, o primeiro passo é obter os *accruals* totais por meio da primeira equação do Quadro 1 e em seguida, calcula-se o AEM dado pelo erro da regressão da segunda equação.

Para o cálculo das *proxies* do gerenciamento de resultados por atividades reais, desenvolveram-se quatro modelos, conforme proposto por Roychowdhury (2006). O primeiro modelo busca identificar variações nos fluxos de caixa operacionais, em relação as vendas, gerando a *proxy* REM_{FCO} . O segundo modelo trata dos custos dos produtos e serviços. (COHEN; DEY; LYS, 2008; ROYCHOWDHURY, 2006), obtendo-se assim a *proxy* REM_{PROD} . No terceiro modelo se busca identificar os níveis anormais nas despesas discricionárias, afinal, os gestores tentados alcançar determinado nível de lucros podem efetuar

corte de gastos em despesas que podem ser direcionadas pela discricionariedade dos gestores, como as despesas com publicidade, vendas e P&D (COHEN; DEY; LYS, 2008; ROYCHOWDHURY, 2006), obtendo-se o REM_{DESP} por meio do erro da regressão.

Quadro 1 - Cálculo da proxy do gerenciamento de resultados por accruals

<i>Proxy</i>	Equação
<i>Accrual total</i>	$TA_{it} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - DDA_{it}}{A_{it-1}}$
AEM	$TA_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta R_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \lambda_1 \left(\frac{FCO_{it}}{A_{it-1}} \right) + \lambda_2 \left(\frac{FCO_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \lambda_3 \left(\frac{TA_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$

Nota: TA_{it} é o *accrual* total da empresa i no ano t; ΔAC_{it} é a variação do ativo circulante da empresa i no ano (t-1) para o ano t; ΔDisp_{it} é a variação das disponibilidades (caixa e eq. de caixa) da empresa i no ano (t-1) para o ano t; ΔPC_{it} é a variação do passivo circulante da empresa i no ano (t-1) para o ano t; ΔDiv_{it} é a variação da dívida de curto prazo da empresa i no ano (t-1) para o ano t; DDA_{it} é a depreciação e amortização da empresa i no ano t; A_{t-1} é o ativo total da empresa i no ano (t-1); ΔR_{it} é a variação da receita líquida da empresa i no ano (t-1) para o ano t; PPE_{it} é o ativo imobilizado e intangível da empresa i no ano (t-1); FCO_{it} é o fluxo de caixa da empresa i no ano (t-1); FCO_{t-1} é o fluxo de caixa da empresa da empresa i no ano (t-1); TA_{t-1} é o *accrual* total da empresa i no ano (t-1); α, β₁, β₂, λ₁, λ₂ e λ₃ são os coeficientes estimados pela regressão; ε_{it} é o erro da regressão, que representa o AEM da empresa i no ano t.

Fonte: elaborado pelos autores

E por fim, soma-se os resíduos gerados dos três modelos anteriores, gerando a quarta e última *proxy* do gerenciamento de resultados por atividades reais, dada por REM_{TOTAL}. Essas *proxies* são dadas no Quadro 2.

Quadro 2 - Proxies do gerenciamento de resultados por atividades reais

<i>Proxy</i>	Equação
REM _{FCO}	$\frac{FCO_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$
REM _{PROD}	$\frac{Prod_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta V_{it-1}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$
REM _{DESP}	$\frac{Desp_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{V_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$
REM _{TOTAL}	REM _{FCO} + REM _{PROD} + REM _{DESP}

Nota: As *proxies* REM_{FCO} e o REM_{DESP} devem ser multiplicados por (-1), para que demonstrem o comportamento que potencializa o REM como um todo, pois, é na redução das despesas discricionárias e baixos fluxos de caixa operacionais que se verifica o gerenciamento por atividades operacionais (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JUNIOR, 2017; ROYCHOWDHURY, 2006).

Nota: FCO_{it} é o fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t; Prod_{it} é o custo de produção + Δestoques da entidade i; Desp_{it} são as despesas discricionárias da entidade i no período t, representada pela soma das despesas administrativas, vendas e gerais; AT_{t-1} é o a ativo total da empresa i no ano (t-1); V_{it} são as vendas da empresa i no ano t; ΔV_{it} é a variação das vendas da empresa i no ano (t-1) para o ano t; ΔV_{it-1} é a variação das vendas da empresa i no ano (t-2) para o ano (t-1); α₀, α₁, β₁, β₂ e β₃ são os coeficientes estimados pela regressão; ε_{it} é o erro da regressão, que representa o REM_{DESP} da empresa i no ano t.

Fonte: elaborado pelos autores

3.3 Variável independente de interesse

Para a variável independente utilizou-se o *disclosure* de gestão de riscos corporativos (DISCLO), obtida por meio de um *checklist*, desenvolvido por Silva (2020). Este *checklist* é uma listagem de cada subitem do item 5 do Relatório de Referência, que é estruturado por meio da Instrução CVM n. 480/2009 e 586/2017. A coleta foi feita por meio do item 5

(Gerenciamento de riscos e controles internos) e seus subitens do Relatório de Referência disponível na CVM.

Cada item do *checklist* foi classificado conforme o Quadro 3, adaptado de Silva (2020). É importante observar que foi incluído a opção “Não se aplica”, pois os itens do *checklist* “Programa de integridade” e “Canal de denúncia” compostos na Instrução CVM n. 586/2017 passou a obrigatoriedade de divulgação a partir de 2018, não sendo aplicável em 2016 e 2017.

Quadro 3 - Classificação de resposta do *checklist*

Sigla	Descrição	Motivo
S	Sim	A empresa divulga a informação requerida pela norma
N	Não	A empresa não divulga a informação requerida pela norma
NA	Não se aplica	A empresa não divulga qualquer informação e deixa explícito que o item examinado não lhe é aplicável

Fonte: adaptado de Silva (2020)

Com a classificação obtida aplica-se a fórmula da equação (1), a fim de encontrar a *proxy* de *disclosure* de gestão de riscos corporativos (DISCLO), onde o numerador corresponde a soma dos números de itens divulgados e o denominador é a diferença das somas entre o total de itens requeridos pela norma e o total de itens não aplicáveis.

$$DISCLO_{it} = \frac{\sum ID}{\sum TIRN - \sum INA} \tag{1}$$

3.4 Variáveis independentes de controle

Para as variáveis independentes de controle foi utilizado o tamanho da firma (TAM), a lucratividade (ROA), o endividamento (END) e o crescimento (CRESC) que podem influenciar a utilização de AEM e REM. O Quadro 4 traz a forma de obtenção de cada uma dessas variáveis.

Quadro 4 - Variáveis independente de controle

Sigla	Descrição	Coleta	Autores
TAM	Tamanho da empresa	$\ln \text{Ativo total}$	Dechow e Dichev (2002); Kim, Liu e Rhee (2003)
ROA	Lucratividade da empresa	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Prior, Surroca e Tribó (2008); Baxter e Cotter (2009)
END	Endividamento	$\frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$	Costa, Matte e Monte-Mor (2018); Mazzioni e Klann (2016)
CRESC	Crescimento	$\frac{\text{Receita operac. líquida}_t}{\text{Receita operac. líquida}_{t-1}}$	Gul, Gung e Jaggi (2009); Costa, Matte e Monte-Mor (2018)

Fonte: elaborado pelos autores

Quando se trata de tamanho da firma, Dechow e Dichev (2002) argumentam que empresas maiores tendem a realizar operações mais previsíveis e estáveis, tornando o gerenciamento de resultados menos frequente. Em complemento, Kim, Liu e Rhee (2003) dizem que companhias que possuem maiores ativos totais têm menores índices de gerenciamento de resultados, uma vez que possuem controles internos robustos e mecanismos de governança corporativos mais bem estruturados.

Ao se falar de lucratividade, Prior, Surroca e Tribó (2008) evidenciam que organizações mais lucrativas tendem a se envolver menos em práticas de gerenciamento de resultados, pois não possuem incentivos em gerenciar o lucro, devido ao bom desempenho. Baxter e Cotter (2009) acreditam que a mudança na qualidade dos lucros esteja associada à mudança no desempenho da empresa.

DUARTE, J. S. S.; CARMO, C. H. S. do. O relacionamento do *disclosure* de gestão de riscos corporativos no gerenciamento de resultados em empresas do novo mercado na B3. *CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting*, Monte Carmelo, v. 9, n. 1, p. 130-151, jan.-jun./2022.

Costa, Matte e Monte-Mor (2018) seguem na ideia de que empresas com elevados níveis de endividamento reportam lucros com maior componente discricionário. Na mesma linha Mazzioni e Klann (2016) dizem que as empresas que apresentam menores níveis de endividamento podem ter riscos e custos de agência menores, influenciando positivamente a qualidade dos resultados contábeis.

O crescimento pode capturar a possível diferença no comportamento dos *accruals* entre empresas com elevado e baixo crescimento (GUL; FUNG; JAGGI, 2009). Verifica-se, conforme apontado por Costa, Matte e Monte-Mor (2018) que empresas com maiores taxas de crescimento reportam lucros de maior qualidade

3.5 Modelos e Tratamento dos Dados

A fim de testar a hipótese tem-se dois modelos finais de equação, dadas pelas equações (2) e (3), onde a equação (3) será utilizada para as variáveis REM_{FCO}, REM_{PROD}, REM_{DESP} e REM_{TOTAL}:

$$AEM = \beta_0 + \beta_1 DISCLO + \beta_2 TAM + \beta_3 ROA + \beta_4 END + \beta_5 CRESC + \varepsilon \quad (2)$$

$$REM = \gamma_0 + \gamma_1 DISCLO + \gamma_2 TAM + \gamma_3 ROA + \gamma_4 END + \gamma_5 CRESC + v \quad (3)$$

Para a análise da proposta do artigo utilizou-se a estatística multivariada por meio da regressão quantílica, visto que oferecem estimações mais eficientes dos parâmetros do que aquelas obtidas pelo método de mínimos quadrados ordinários quando os termos de erro não apresentam distribuição normal, de acordo com Fávero e Belfiore (2017). Além disso, na regressão quantílica é possível perceber como se comporta o *disclosure* de gestão de riscos corporativos em alguns níveis de gerenciamento de resultados.

A regressão quantílica também é um método robusto aos *outliers* existentes na variável a ser explicada, pois seu estimador é baseado na mediana e não na média dos valores observados (CAMERON; TRIVERDI, 2009). Devido a robustez que esta regressão traz, não foi necessário a realização de pressupostos tais como homocedasticidade dos resíduos, linearidade dos coeficientes, ausência de autocorrelação serial nos resíduos, multicolinearidade entre as variáveis independentes e a normalidade dos resíduos.

4 Resultados

Neste tópico são apresentados os resultados envolvendo a pesquisa, bem como as análises que fundamentam a aceitação ou rejeição da hipótese.

4.1 Estatística Descritiva

Com base na Tabela 1 os resultados mostram que a variável *disclosure* de gestão de riscos corporativos (DISCLO) variou de 0 a 1. Tais resultados se justificam pelo fato de que houve empresas que em determinado ano não divulgaram nenhum item relacionado ao *disclosure* de gestão de riscos corporativos, não justificando o motivo da não apresentação, ao passo que houve empresas que tiveram divulgação de todos os itens solicitados pela Instrução CVM n. 480/2009 e 586/2017.

Tabela 2 - Estatística descritiva

Variáveis	Média	Mediana	Desvio P.	Mínimo	Máximo	Obs
DISCLO	0.880	1	0.228	0	1	405
AEM	-0.001	0.000	0.140	-0.654	1.115	405
REM _{TOTAL}	0.002	0.002	0.197	-0.943	0.676	405
REM _{FCO}	0.001	-0.002	0.080	-0.335	0.387	405
REM _{PROD}	0.000	0.004	0.097	-0.410	0.265	405

RM _{DESP}	0.001	0.004	0.079	-0.472	0.255	405
TAM	15.308	15.207	1.473	10.393	19.728	405
ROA	0.010	0.020	0.179	-1.141	2.218	405
END	5.285	0.770	27.559	0.003	498.811	405
CRESC	1.140	1.064	0.939	-1.708	14.327	405

Fonte: elaborado pelos autores

Este resultado vai ao encontro do que foi evidenciado por Silva (2020), que também detectou em sua pesquisa que pelo menos uma empresa apresentou nível baixo de divulgação por apresentar um mínimo igual a zero, e pelo menos uma empresa atingiu o nível máximo de *disclosure* de gestão de riscos corporativos ao apresentar um máximo igual a um. Além disso, em média as empresas obtiveram um nível elevado de *disclosure* de gestão de riscos corporativos (0.880).

Tanto o gerenciamento de resultados por *accruals* (AEM) quanto o gerenciamento de resultados por atividades reais (REM) apresentaram médias bem próximas de zero, observando então que as empresas estudadas desenvolveram um nível baixo de gerenciamento de resultados neste período.

Referente as variáveis de controle, observa-se que não houve uma variação muito grande da variável TAM por meio de seu mínimo (10.393) e seu máximo (19.728). Isso pode ser explicado pelo fato desta variável apresentar uma distribuição de dados normal. Analisando a variável ROA, observa-se que nesta amostra as empresas tendem a ter um baixo nível de lucratividade, pois a média apresentou valor bem próximo a zero (0.010).

Por fim, as empresas desta amostra tendem a apresentar um nível mais alto tanto de endividamento quanto de crescimento, se comparado as demais variáveis de controle, com médias de 5.285 e 1.140, respectivamente.

4.2 Análise dos Resultados das Regressões

Para a análise dos resultados das regressões, a fim de testar a hipótese do artigo, foi desenvolvido duas tabelas, onde se encontram os valores dos coeficientes bem como a estatística t, em cinco quantis, representado por 0,10, 0,25, 0,50, 0,75 e 0,90. A primeira é representada pela Tabela 3 que está dividida em Painel A e B. O Painel A representa os valores relacionados ao gerenciamento de resultados por *accruals* e o painel B representa os valores relacionados ao gerenciamento de resultados por atividades reais totais.

Observa-se que no q10 encontram-se as empresas que têm menor gerenciamento, e para elas o coeficiente de *disclosure* de gestão de riscos corporativos foi positivo, tanto no painel A quanto no painel B, indicando que para as empresas com menor nível de gerenciamento de resultados, o nível de evidênciação de gestão de riscos corporativos tem uma associação positiva, ou seja, para as empresas que tem menor gerenciamento de resultados, quanto maior a evidênciação maior também é o gerenciamento.

Uma possível explicação para o ocorrido é que a empresa pode estar procurando compensar o gerenciamento que ela realiza com uma maior evidênciação de gestão de riscos corporativos, o que pode potencialmente levar o *stakeholder* a acreditar que a empresa gerencia melhor os seus riscos quando na verdade o gerenciamento de resultado ocorre de maneira mais elevada. Essa relação está presente tanto no gerenciamento por *accruals* (q10 e q25) quanto no gerenciamento por atividades (q10 e q50). No entanto não foi possível identificar a relação entre gerenciamento de resultados e evidênciação de gestão de riscos corporativos para as empresas que mais gerenciam, para ambos os gerenciamentos.

Tais achados indicam que para os menores níveis de gerenciamento de resultados a hipótese do estudo não é rejeitada e permite confirmar a tendência apresentada por Chan, Farrell e Lee (2008) que encontraram evidências de que as empresas que relatam deficiências materiais de controle interno têm acumulações discricionárias mais positivas e absolutas. Além disso, os

resultados vão ao encontro também do proposto por Lenard et al. (2016), Bastos e Marques (2019) e Kuo, Lin e Chien (2021), que empresas que apresentam relatórios de divulgação de fraqueza de controle interno ou empresas com o gerenciamento de risco anormal mais alto implica em maior uso do gerenciamento de resultados de atividades reais.

Tabela 3 - Regressão quantílica para AEM e REM_{total}

Painel A: Regressão para gerenciamento por accruals (AEM)

Variáveis	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T
DISCLO	0.141	2.56**	0.090	2.36**	0.000	0.00	-0.004	-0.75	-0.045	-0.49
TAM	0.011	1.32	0.010	1.59	0.000	0.00	-0.008	-1.35	-0.024	-1.65*
ROA	0.002	0.03	-0.011	-0.23	0.000	0.00	0.048	0.98	0.113	1.00
END	0.000	0.44	0.000	0.20	0.000	0.00	0.000	-0.25	0.000	-0.25
CRESC	0.025	1.91*	0.017	1.88*	0.000	0.00	0.015	1.63	0.006	0.29
R ²	0.0454		0.0260		0.0000		0.0116		0.0253	
Obs.	405		405		405		405		405	

Painel B: Regressão para gerenciamento por atividades operacionais (REM_{TOTAL})

Variáveis	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T
DISCLO	0.479	3.92***	0.039	0.64	0.056	1,95*	0.068	1.46	0.144	1.13
TAM	0.031	1.63	0.020	2.05**	0.000	0.02	-0.001	-0.11	0.016	0.79
ROA	-0.337	-2.20**	-0.284	-3.73***	-0.132	-3.72***	-0.125	-2.14**	-0.066	-0.42
END	0.000	0.13	0.000	0.04	0.000	-0.23	0.000	-0.57	-0.001	-0.56
CRESC	0.002	0.07	0.007	0.50	0.005	-0.74	-0.004	-0.32	-0.007	-0.23
R ²	0.0729		0.0245		0.0091		0.0129		0.0284	
Obs.	405		405		405		405		405	

Nota: Os resultados para o Painel A são frutos da equação $AEM_P = \beta_0 + \beta_1 DISCLO + \beta_2 TAM + \beta_3 ROA + \beta_4 END + \beta_5 CRESC + \varepsilon$, equação (9) e para o Painel B, da equação $REM = \gamma_0 + \gamma_1 DISCLO + \gamma_2 TAM + \gamma_3 ROA + \gamma_4 END + \gamma_5 CRESC + v$, equação (10)

Nota: ***, ** e * Significância de 1%, 5% 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelos autores

Os resultados ainda corroboram com os achados de Wang et al. (2018) que evidenciaram que o desempenho de gestão de risco corporativo mais fraco está positivamente associado ao gerenciamento de resultados de atividades reais, o que indica que o desempenho de gestão de risco corporativo ruim provavelmente permite que os gerentes se envolvam em gerenciamento de resultados de atividades reais.

É possível ainda enfatizar que de acordo com Tan et al. (2017) a clareza das informações divulgadas nos relatórios e demais documentos corporativos vem proporcionar melhores condições de julgamento e decisão aos *stakeholders*, pois mostra que a instituição se preocupa em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado, o que proporciona mais credibilidade a sua imagem institucional, a fim de mitigar a assimetria informacional.

Partindo para análise das variáveis de controle, a variável TAM contradiz o que foi levantado por Dechow e Dichev (2002) e Kim, Liu e Rhee (2003) se relacionando positivamente com o gerenciamento de resultados, porém sem manter significância em boa parte dos quantis. A tendência de Dechow e Dichev (2002) e Kim, Liu e Rhee (2003) é seguida apenas no q75 e q90 do painel A e no q75 do painel B, porém ainda sem significância.

No painel A, a variável ROA não se manteve estatisticamente significativa em nenhum quantil. Já no painel B, esta variável seguiu as previsões da literatura apontada por Prior, Surroca e Tribó (2008) se relacionando negativamente com o gerenciamento de resultados e de forma significativa, exceto em q90. A variável END, seguiu o proposto por Costa, Matte e Monte-Mor (2018) e Mazzioni e Klann (2016) tendo uma relação positiva com o gerenciamento de resultados, porém sem significância.

E por fim, a variável CRESC mesmo seguindo a linha de resultados apresentada por Gul, Fung e Jaggi (2009) e Costa, Matte e Monte-Mor (2018), no painel A, estando positivamente relacionada com o gerenciamento de resultados, apresentou significância estatística apenas no q10 e q25 e quando vista no painel B não manteve uma relação estatisticamente significativa comprovada em nenhum nível de gerenciamento de resultados.

A segunda tabela para a análise das regressões está representada pela Tabela 4, que foi dividida em Painel A, B e C, que representam cada um dos modelos de Roychowdhury (2006). Percebe-se que, as empresas com maior *disclosure* de gestão de riscos corporativos preferem reduzir despesas discricionárias e apresentar uma superprodução de estoque para gerenciar seus resultados. Isso condiz com o que foi evidenciado por Feng et al. (2015) ao detectarem que empresas que divulgam mais fraquezas do material de controle interno, que está relacionado com o *disclosure* de gestão de riscos, conforme visto no *checklist* do Formulário de Referência, gerenciam seu estoque, uma atividade real, de forma menos eficaz.

Diante disso, os resultados permitem dizer que em empresas que fazem menor uso do gerenciamento de resultados quanto maior o *disclosure* de gestão de riscos corporativos maior o gerenciamento de resultados tanto para *accruals* quanto para atividades reais e que quando observado cada modelo do gerenciamento de resultados por atividades reais separadamente, os que mais colaboram com tais resultados são os modelos de despesas discricionárias e de superprodução de estoque, permitindo então não rejeitar a hipótese nesses dois tipos de gerenciamento de resultados para um nível inferior dos mesmos.

Tabela 4 - Regressão quantílica para os três modelos de REM

Variáveis	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T
DISCLO	0.006	0.27	0.005	0.25	0.017	1.15	0.005	0.21	-0.041	-0.85
TAM	0.014	3.71***	0.003	0.95	-0.001	-0.35	0.003	0.79	0.007	0.88
ROA	-0.132	-4.49***	-0.061	-2.58***	-0.024	-1.35	-0.042	-1.58	-0.020	-0.32
END	0.000	-0.67	0.000	-0.53	0.000	0.17	0.000	-0.36	0.000	-0.44
CRESC	0.001	0.16	0.007	1.55	0.005	1.41	0.004	0.88	-0.003	-0.25

Variáveis	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T
DISCLO	0.271	3.22***	0.050	1.64	0.021	1.73*	0.031	1.13	0.103	2.08**
TAM	0.012	0.88	0.004	0.92	0.001	0.26	-0.002	-0.48	-0.014	-1.74*
ROA	-0.113	-1.08	-0.129	-3.41***	-0.057	-3.78***	-0.033	-0.98	-0.160	-2.58***
END	-0.001	-0.97	0.000	0.09	0.000	-0.37	0.000	-0.54	0.000	-0.54
CRESC	0.008	0.38	-0.001	-0.15	0.002	0.80	-0.002	-0.26	0.030	2.59***

Variáveis	Quantil									
	0,10		0,25		0,50		0,75		0,90	
	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T	Coef.	Est T
DISCLO	0.279	6.96***	0.085	3.20***	0.023	1.66*	0.036	1.87*	0.063	1.65*
TAM	0.009	1.48	0.005	1.22	0.003	1.18	0.000	0.14	0.003	0.43
ROA	-0.021	-0.42	-0.033	-1.00	-0.007	-0.39	0.036	1.52	0.070	1.48
END	0.000	0.11	0.000	0.02	0.000	-0.47	0.000	-0.69	0.000	-0.75
CRESC	0.017	1.81*	0.004	0.67	0.003	0.87	0.002	0.35	0.009	0.97
Obs.	405		405		405		405		405	

Nota: Os resultados são frutos da equação da equação $REM = \gamma_0 + \gamma_1 DISCLO + \gamma_2 TAM + \gamma_3 ROA + \gamma_4 END + \gamma_5 CRESC + v$, equação (10).

Nota: ***, ** e *Significância de 1%, 5% 10%, respectivamente.

Fonte: elaborado pelos autores

5 Considerações finais

O objetivo deste artigo foi identificar a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas participantes do Novo Mercado. Diante disso, obteve-se uma amostra final de 120 empresas, com 405 observações, utilizando-se do modelo de Pae (2005) e do modelo Roychowdhury (2006). E ainda, o *disclosure* de gestão de riscos corporativos, obtido por meio de uma adaptação ao modelo usado por Silva (2020).

Por meio do uso da regressão quantílica, visto que para o tipo de amostra usada neste artigo seria a melhor alternativa para se alcançar o proposto, foi identificado que para as empresas que tem um menor nível de gerenciamento, quanto maior a evidenciação de riscos corporativos maior também é o gerenciamento de resultados, sendo assim a hipótese não foi rejeitada para o menor nível de gerenciamento de resultados.

Corroborando ainda com os resultados, ao analisar cada modelo do gerenciamento de resultados por atividades reais, identificou-se que as empresas com maior *disclosure* de gestão de riscos corporativos preferem reduzir despesas discricionárias e apresentar uma superprodução de estoque para gerenciar seus resultados.

Desta forma, os resultados deste artigo seguem a tendência do que foi proposto por Feng et al. (2015) ao enfatizarem que as empresas com maiores divulgações de fraqueza do material de controle interno gerenciam seu estoque, uma atividade real, de forma menos eficaz, seguindo ainda o que foi apontado por Chan, Farrell e Lee (2008), Bastos e Marques (2019) e Kuo, Lin e Chien (2021) de que as empresas que relatam deficiências materiais de controle interno têm *accruals* discricionárias mais positivos e absolutos.

Pode-se destacar que um possível significado para os resultados alcançados, é que visando mitigar a assimetria informacional, a qualidade das informações divulgadas contribui para a redução dos conflitos de agência entre investidores e gestores (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2017), o que permite assegurar que em busca de melhorar a qualidade de informações e mitigar os riscos corporativos as empresas tendem a buscar um alto nível de *disclosure* de gestão de riscos, de forma que para que esta qualidade da informação seja destacada positivamente as empresas tendem a gerenciar mais os seus resultados.

Visto que este assunto ainda é pouco estudado no âmbito brasileiro e dado a limitação do trabalho de usar apenas um nível de governança, sugere-se estender esta linha de pesquisa para as demais empresas da B3, a fim de estender os resultados apresentados neste artigo.

Referências

ALZOUBI, E. S. S. Audit quality and earnings management: evidence from Jordan. **Journal of Applied Accounting Research**, [s.l.], v. 17, n. 2, p. 170–189, 2016. DOI

<http://doi.org/10.1108/jaar-09-2014-0089>

AMRAN, A.; BIN, A. M. R.; HASSAN, B. C. H. M. Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. **Managerial Auditing Journal**, [s.l.], v. 24, n. 1, p. 39-57, 2008. DOI <https://doi.org/10.1108/02686900910919893>

BASTOS, V. C. da S.; MARQUES, V. A. Analisando a associação entre as deficiências de controles internos e o gerenciamento de resultados. *In*: Congresso USP e Iniciação Científica em Contabilidade, 16., 2019, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2019. p. 1-20.

Disponível em:

<https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1384.pdf>.

Acesso em: 27 nov. 2020

DUARTE, J. S. S.; CARMO, C. H. S. do. O relacionamento do *disclosure* de gestão de riscos corporativos no gerenciamento de resultados em empresas do novo mercado na B3. **CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, Monte Carmelo, v. 9, n. 1, p. 130-151, jan.-jun./2022.

BAXTER, P.; COTTER, J. Audit committees and earnings quality. **Accounting & Finance**, [s.l.], v. 49, n. 2, p. 267-290, 2009.

BAXTER, R.; BEDARD, J.; HOITASH, R.; YEZEGEL, A. Enterprise risk management program quality: Determinants, value relevance, and the financial crisis. **Contemporary Accounting Research**, [s.l.], v. 30, n. 4, p. 1264-1295, 2013. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01194.x>

BROWN, N. C.; POTT, C.; WÖMPENER, A. The effect of internal control and risk management regulation on earnings quality: Evidence from Germany. **Journal of Accounting and Public Policy**, [s.l.], v. 33, n. 1, p. 1-31, 2013. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.10.003>

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics Using Stata**. 1. ed. Texas: Stata Press, 2009.

CARDOSO, R. L. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis: evidências no mercado de saúde suplementar**. 2005. 163 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18122008-121952/pt-br.php>. Acesso em: 03 mar. 2021

CHAN, K. C.; FARRELL, B.; LEE, P. Earnings management of firms reporting material internal control weaknesses under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, [s.l.], v. 27, n. 2, p. 161-179, 2019. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1078522#. Acesso em: 10 mar. 2021

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**, [s.l.], v. 83, p. 757-787, 2008. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/30244500>. Acesso em: 28 fev. 2021

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 27 dez. 2020.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, [s.l.], v. 28, n. 2, p. 1-29, 2017. Disponível em: <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/4653>. Acesso em: 15 dez. 2021

COSO, Committee of Sponsoring Organizations. *Enterprise risk management - Integrated framework*. Disponível em: <http://coso.org/Pages/erm-integratedframework.aspx>. Acesso em: 27 dez. 2020.

COSTA, C. M.; MATTE, A. M. M.; MONTE-MOR, D. S. Endividamento e decisões contábeis: a relação não linear entre dívida e qualidade dos lucros. **Revista de Contabilidade e Organizações**, [s.l.], v. 12, p. 19-34, 2018. DOI <http://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.137077>

CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JUNIOR, N. C. A. da. Earnings management strategies in Brazil: determinant costs and temporal sequence. **Contaduría y Administración**, [s.l.], v. 62, p. 1460–1478, 2017. DOI <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.11.002>

DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M.; SINGH, V. Product market power, industry structure, and corporate earnings management. **Journal of Banking & Finance**, [s.l.], v. 37, n. 8, p. 3273-3285, 2013. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.012>

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 77, p. 35-59, 2002. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3203324>. Acesso em 15 dez. 2021

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**, [s.l.], v. 50, p. 344–401, 2010. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>

EL DIRI, M. **Introduction to Earnings Management**. Leeds: Springer, 2018.

ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, [s.l.], v. 23 n. 4, 331-356, 2015. DOI <http://doi.org/10.1111/corg.12095>

ELZAHAR, H.; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **Journal of Risk Finance**, [s.l.], v. 13 n. 2, p. 133-147, 2012. DOI <http://doi.org/10.1108/15265941211203189>

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, [s.l.], v. 88, p. 288–307, 1980. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1837292>. Acesso em: 01 mar. 2021

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de Análise de Dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

FENG, M.; LI, C.; MCVAY, S.; SKAIFE, H. Does ineffective internal control over financial reporting affect a firm's operations? Evidence from firms' inventory management. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 90, n. 2, p. 529-557, 2015. DOI <http://doi.org/10.2308/accr-50909>

FERNANDES, F. C.; SOUZA, J. A. L.; FARIA, A. C. Evidenciação de riscos e captação de recursos no mercado de capitais: um estudo do setor de energia elétrica. **Contabilidade**,

DUARTE, J. S. S.; CARMO, C. H. S. do. O relacionamento do *disclosure* de gestão de riscos corporativos no gerenciamento de resultados em empresas do novo mercado na B3. **CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting**, Monte Carmelo, v. 9, n. 1, p. 130-151, jan.-jun./2022.

Gestão e Governança, [s.l.], v. 13 n. 1, p. 59-73, 2010. Disponível em:

https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/250/pdf_128. Acesso em: 25 jan. 2021

GE, W.; MCVAY, S. E. The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 19, n. 3, p. 137-158, 2005. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620743. Acesso em: 03 mar. 2021

GUL, F. A.; FUNG, S. Y. K.; JAGGI, B. Earnings quality: some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 47, n. 3, p. 265-287, 2009. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.03.001>

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 13, p. 365-83, 1999. DOI <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156445>

HOYT, R. E.; LIEBENBERG, A. P. Evidence of the value of enterprise risk management. **Journal of Applied Corporate Finance**, [s.l.], v. 27, n. 1, p. 41-47, 2015. DOI <https://doi.org/10.1111/jacf.12103>

IIA, Institute of International Auditors. *Practice guide: assessing the adequacy of risk management using ISO 31000*. Disponível em: <http://www.globaliia.org/standards-guidance>. Acesso em 27 dez. 2020

JACOMOSSI, F.; LUNARDI, M. A.; SILVA, M. Z. da. Enterprise risk management e o desempenho empresarial: uma perspectiva contingencial. **Revista Mineira de Contabilidade**, [s.l.], v. 20, n. 3, p. 45-58, 2019. DOI <https://doi.org/10.21714/2446-9114RMC2019v20n3t04>

JARVINEN, T.; MYLLYMAKI, E. R. Real earnings management before and after reporting SOX 404 material weaknesses. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 30, n. 1, p. 119-141, 2016. DOI <https://doi.org/10.2308/acch-51310>

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s.l.], v. 3 n. 4, p. 305-360, 1976. DOI [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

KIM, Y.; LIU, C.; RHEE S. G. The Relation of Earnings Management to Firm Size. Working Paper, University of Hawaii, 2003.

KUO, Y. F.; LIN, Y. M.; CHIEN, H. F. Corporate social responsibility, enterprise risk management, and real earnings management: Evidence from managerial confidence. **Finance Research Letters**, [s.l.], v. 41, p. 49-67, 2021. DOI <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101805>

LENARD, M. J.; PETRUSKA, K. A.; ALAM, P.; YU, B. Internal control weaknesses and evidence of real activities manipulation. **Advances in Accounting**, [s.l.], v. 33, p. 47-58, 2016. DOI <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.04.008>

LO, K.; RAMOS, F.; ROGO, R. Earnings management and annual report readability. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 63 n. 1, p. 1-25, 2017. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.09.002>

MAZZIONI, S.; KLANN, R. C. Determinantes da qualidade da informação contábil no contexto internacional. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s.l.], v. 13, n. 29, p. 3-32, 2016. DOI <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n29p3>

MIKES, A.; KAPLAN, R. Towards a contingency theory of enterprise risk management. American Accounting Association. **Management Accounting Section**, Meeting Paper, 2014. DOI <http://doi.org/10.2139/ssrn.2311293>

MILLER, E. M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion. **The Journal of Finance**, [s.l.], v. 32, n. 4, p. 1151-1168, 1977. DOI <https://doi.org/10.2307/2326520>

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, [s.l.], v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009. DOI <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>

PAE, J. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [s.l.], v. 24 n. 1, 5-22, 2005. DOI <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>

PASSOS, L. C.; ALMENDRA, R. S.; LUCA, M. M. M. de.; VASCONCELOS, A. C. de. Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, [s.l.], v. 14, n. 4, p. 169-184, 2017. Disponível em: <https://www.redalyc.org/journal/3372/337253581003/html>. Acesso em: 27 nov. 2020

PRIOR, D.; SURROCA, J.; TRIBÓ, J. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. **Corporate Governance: An International Review**, [s.l.], v. 16, n. 3, p. 160-177, 2008. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 – determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, [s.l.], v. 7 n. 1, p. 107-136, 2009. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/196606>. Acesso em: 25 nov. 2021

PWC, PricewaterhouseCoopers. Comissão de Valores Mobiliários (2017). *586: o novo código de brasileiro de governança corporativa e o modelo pratique ou explique*. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/auditoria/2017/instrucao-cvm-586.html>. Acesso em: 27 dez. 2020

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 42, p. 335-370, 2006. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>

SEMPER, D. C.; BELTRÁN, J. M. T. Risk disclosure and cost of equity. **Contaduría y Administración**, [s.l.], v. 59 n. 4, 105-135, 2014. DOI [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(14\)70157-3](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(14)70157-3)

SILVA, A. R. H. da. **Governança corporativa e disclosure de gerenciamento de risco: evidências no mercado acionário brasileiro**. 2020. 59 f Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2020. Disponível em: <https://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/54976>. Acesso em: 25 nov. 2020

TAN, Y.; ZENG, C. C.; ELSHANDIDY, T. Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, [s.l.], v. 29, n. 1, p. 81-102, 2017. DOI <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2017.08.002>

WALKER, M. How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. **Accounting and Business Research**, [s.l.], v. 43, p. 445-481, 2013. DOI <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>

WANG, T.; LIN, Y.; WERNER, E. M.; CHANG, H. The relationship between external financing activities and earnings management: evidence from enterprise risk management. **International Review of Economics and Finance**, [s.l.], v. 58, p. 312-329, 2018. DOI <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.04.003>

ZREIK, O.; LOUHICHI, W. Risk sentiment and firms' liquidity in the French market. **Research in International Business and Finance**, [s.l.], v. 39, n. 1, p. 809-823, 2017. DOI <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.11.003>

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 87 n. 2, p. 675-703, 2012. DOI <https://doi.org/10.2308/accr-10196>.