



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS (UFG)  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E  
CIÊNCIAS ECONÔMICAS (FACE)  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (PPGCONT)**

**JHENEFFER SILVA SANTOS DUARTE**

**Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos  
corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas  
brasileiras**

**GOIÂNIA**

**2022**



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

## TERMO DE CIÊNCIA E DE AUTORIZAÇÃO (TECA) PARA DISPONIBILIZAR VERSÕES ELETRÔNICAS DE TESES

### E DISSERTAÇÕES NA BIBLIOTECA DIGITAL DA UFG

Na qualidade de titular dos direitos de autor, autorizo a Universidade Federal de Goiás (UFG) a disponibilizar, gratuitamente, por meio da Biblioteca Digital de Teses e Dissertações (BDTD/UFG), regulamentada pela Resolução CEPEC nº 832/2007, sem ressarcimento dos direitos autorais, de acordo com a [Lei 9.610/98](#), o documento conforme permissões assinaladas abaixo, para fins de leitura, impressão e/ou download, a título de divulgação da produção científica brasileira, a partir desta data.

O conteúdo das Teses e Dissertações disponibilizado na BDTD/UFG é de responsabilidade exclusiva do autor. Ao encaminhar o produto final, o autor(a) e o(a) orientador(a) firmam o compromisso de que o trabalho não contém nenhuma violação de quaisquer direitos autorais ou outro direito de terceiros.

#### 1. Identificação do material bibliográfico

Dissertação       Tese

#### 2. Nome completo do autor

Jheneffer Silva Santos Duarte

#### 3. Título do trabalho

Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras.

#### 4. Informações de acesso ao documento (este campo deve ser preenchido pelo orientador)

Concorda com a liberação total do documento  SIM       NÃO<sup>1</sup>

[1] Neste caso o documento será embargado por até um ano a partir da data de defesa. Após esse período, a possível disponibilização ocorrerá apenas mediante:

a) consulta ao(à) autor(a) e ao(à) orientador(a);

b) novo Termo de Ciência e de Autorização (TECA) assinado e inserido no arquivo da tese ou dissertação.

O documento não será disponibilizado durante o período de embargo.

Casos de embargo:

- Solicitação de registro de patente;

- Submissão de artigo em revista científica;
- Publicação como capítulo de livro;
- Publicação da dissertação/tese em livro.

**Obs. Este termo deverá ser assinado no SEI pelo orientador e pelo autor.**



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Henrique Silva Do Carmo, Professor do Magistério Superior**, em 11/05/2022, às 17:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **JHENEFFER SILVA SANTOS DUARTE, Discente**, em 11/05/2022, às 20:37, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.ufg.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **2896607** e o código CRC **1F251073**.

**JHENEFFER SILVA SANTOS DUARTE**

**Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos  
corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas  
brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, da Universidade Federal de Goiás, como requisito para obtenção do título de Mestra em Ciências Contábeis.

Área de concentração: Ciências Contábeis

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira

Orientador: Professor Doutor Carlos Henrique Silva do Carmo

**GOIÂNIA**

**2022**

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

Duarte, Jheneffer Silva Santos

Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras [manuscrito] / Jheneffer Silva Santos Duarte. - 2022. 92 f.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo.  
Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (FACE), Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Goiânia, 2022.

Bibliografia. Apêndice.

Inclui siglas, tabelas, lista de figuras, lista de tabelas.

1. Divulgação. 2. Gestão de riscos corporativos. 3. Gerenciamento de resultados. 4. Trade-off. I. Carmo, Carlos Henrique Silva do, orient. II. Título.

CDU 657



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS

FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS ECONÔMICAS

### ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

Ata nº 02 da sessão de Defesa de Dissertação de **Jheneffer Silva Santos Duarte**, que confere o título de Mestra em Ciências Contábeis, na área de concentração em Ciências Contábeis.

Aos cinco dias do mês de abril do ano de dois mil e vinte e dois, a partir das 08 horas e 00 minuto, na transmissão em videoconferência, pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, realizou-se a sessão pública de Defesa de Dissertação intitulada “**Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras**”. Os trabalhos foram instalados pelo Orientador, Professor Doutor Carlos Henrique Silva do Carmo (PPGCONT/UFG), com a participação dos demais membros da Banca Examinadora: Professor Doutor Antonio Gualberto Pereira (PPGCONT/UFBA), membro titular externo; cuja participação ocorreu através de videoconferência, e Professor Doutor Ilírio José Rech (PPGCONT/UFG), membro titular interno. Durante a arguição os membros da banca **não fizeram** sugestão de alteração do título do trabalho. A Banca Examinadora reuniu-se em sessão secreta a fim de concluir o julgamento da Dissertação, tendo sido a candidata **aprovada** pelos seus membros. Proclamados os resultados pelo Professor Doutor Carlos Henrique Silva do Carmo, Presidente da Banca Examinadora, foram encerrados os trabalhos e, para constar, lavrou-se a presente ata que é assinada pelos Membros da Banca Examinadora, aos cinco dias do mês de abril do ano de dois mil e vinte e dois.

#### TÍTULO SUGERIDO PELA BANCA

**Análise da relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras**



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Henrique Silva Do Carmo, Professor do Magistério Superior**, em 05/04/2022, às 09:47, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Ilírio José Rech, Professor do Magistério Superior**, em 05/04/2022, às 09:49, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Gualberto Pereira, Usuário Externo**, em 05/04/2022, às 10:07, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://sei.ufg.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://sei.ufg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **2795042** e o código CRC **2B4A602B**.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS

**Reitora**

Profa. Dra. Angelita Pereira de Lima

**Vice-Reitor**

Prof. Dr. Jesiel Freitas Carvalho

**Pró-Reitor de Pós-Graduação**

Prof. Dr. Felipe Terra Martins

**Diretora da Faculdade de Administração Ciências Contábeis e Ciências Econômicas**

Prof. Dra. Andréa Freire de Lucena

**Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis**

Profa. Dra. Michele Rílany Rodrigues Machado

Dedico este estudo em memória à minha avó, Enedina (1935 – 2021)

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro agradeço a Deus pelo dom da vida e por ser sempre meu refúgio nas horas mais delicadas da minha vida. Muitas vezes a oração fez parte da minha vida acadêmica, a fim de buscar apoio espiritual para passar por cada processo de forma mais leve.

Em segundo lugar agradeço a minha família, em especial meus pais, que foram meus primeiros professores no sentido de ensinar que o estudo é algo muito importante para o meu crescimento profissional. Eles sempre me incentivaram a nunca abandonar os estudos, pois para eles nada destrói o conhecimento. Agradeço ao meu irmão, pela parceria nos momentos de lazer e por ser inspiração para continuar os meus estudos.

Agradeço também a Universidade Federal de Goiás que me acolheu na graduação e estendeu o seu braço na minha pós-graduação. A Faculdade de Administração Ciências Contábeis e Ciências Econômicas, onde mesmo que de forma virtual sempre esteve presente na contribuição do meu conhecimento por meio de congressos, simpósios, seminários e palestras.

Estendo também os meus agradecimentos a todo o corpo técnico-administrativo do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis que não mediram esforços para intermediar os assuntos burocráticos de processos e prazos. Agradeço a todo o corpo docente, que ministraram com maestria todo o saber, superando todas as limitações decorrentes da pandemia.

Ao Centro de Estudos, Pesquisa e Extensão em Contabilidade Financeira (CEPECONF) por me permitir fazer parte deste grupo e por ter contribuído no meu conhecimento por meio de seminários.

Agradeço a Coordenação de Aperfeiçoamento de Nível Superior (CAPES) pelo incentivo financeiro no meu último ano de mestrado. Essa ajuda foi de grande importância, pois me permitiu continuar firme na caminhada e ter assegurada uma fonte de renda para desempenhar o meu estudo.

De forma especial agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Carlos Henrique Silva do Carmo, por ter me escolhido como sua orientanda e que sempre esteve presente colaborando com críticas construtivas para o melhoramento deste estudo e da minha formação intelectual.

Agradeço aos meus colegas de mestrado, pelas imensas horas na frente de um computador compartilhando ideias e participando das discussões propostas em aula. De forma muito especial, agradeço a Ana Claudia e a Ludimila, por dedicarem um pouco do tempo delas para debates principalmente voltados ao entendimento da estatística, que foi a vilã da nossa turma, e pelo apoio que uma sempre tinha com a outra. Aqui nunca houve rivalidade, mas sim cumplicidade. Estendo também meus agradecimentos ao Artur, ao Maycon e ao Carlos Eduardo pela parceria nos seminários durante as aulas.

Não menos importante, agradeço aos meus amigos mais próximos, pela paciência e pela compreensão por conta da minha ausência em algumas atividades e compromissos para com eles.

E por fim agradeço você que está lendo este estudo. Sim, você não sabe, mas é alguém importante para mim, pois a partir de sua leitura é que esta pesquisa pode ser difundida e com certeza melhorada. Meu muito obrigado!

*Nós somos como um lápis com que Deus escreve os textos  
que Ele quer ditos nos corações dos homens.*

(Santa Dulce dos Pobres)

## RESUMO

A evidenciação de gestão de riscos corporativos é uma forma de as empresas divulgarem ao mercado de ações os riscos a que estão expostas e como elas gerenciam estes riscos a fim de trazer melhor capacidade de tomada de decisão tanto para seus gestores como para seus *stakeholders*. O objetivo deste estudo é analisar a relação da divulgação entre a gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras. A divulgação de gestão de riscos corporativos pode indicar melhor qualidade dos relatórios financeiros e empresas com melhor qualidade dos relatórios financeiros, por sua vez, podem ter influência negativa no seu gerenciamento de resultados por *accruals* e positiva no gerenciamento de resultados por atividades reais. Além disso, pode causar impacto no *trade-off* entre esses gerenciamentos de resultados. A amostra é composta por 182 empresas listadas na B3 entre os anos 2012 e 2020. Para analisar o gerenciamento de resultados foi utilizado o modelo de Pae (2005) para calcular o gerenciamento de resultados por *accruals* e o modelo de Roychowdhury (2006) para o cálculo do gerenciamento de resultados por atividades reais. Para calcular a divulgação de gestão de riscos corporativos foram mensurados dois índices, um chamado de rigoroso e outro, de tolerante, aplicando-se um *checklist* no Formulário de Referência das empresas conforme requerido pela Instrução CVM n. 480/2009 com alteração dada pela Instrução CVM n. 586/2017. Foi utilizado ainda o *trade-off* do gerenciamento de resultados para identificar se a divulgação de gestão de riscos corporativos impacta na troca desses dois tipos de gerenciamento de resultados. Como variáveis de controle o estudo adotou a rentabilidade, o tamanho, o crescimento e o setor. Por meio da regressão GLS os resultados permitem dizer que a elevada divulgação de gestão de riscos corporativos tanto no seu critério rigoroso quanto tolerante tem relação inversa com o uso do gerenciamento de resultados por *accruals*. Por outro lado, a elevada divulgação de gestão de riscos corporativos não aumenta o uso do gerenciamento de resultados por atividades reais. Os resultados apontam ainda que, por meio do *disclosure* de gestão de riscos corporativos, os dois tipos de gerenciamento de resultados utilizados para a análise do estudo podem ser tratados como complementares. Estes resultados contribuem principalmente para a tomada de decisão dos *stakeholders* quanto aos investimentos nas empresas e expande os estudos nacionais que até o momento estavam concentrados em apenas umas das ferramentas que faz parte da divulgação de gestão de riscos corporativos, o controle interno.

**Palavras-chave:** Divulgação; Gestão de riscos corporativos; Gerenciamento de resultados; *Trade-off*.

## ABSTRACT

The risk management disclosure is a way for companies to disclose to the stock market the risks to which they are exposed and how they manage these risks to bring better decision-making capacity to both their managers and their stakeholders. The objective of this study is to analyze the relationship between risk management disclosure and earnings management in Brazilian companies. The risk management disclosure can indicate better quality of financial reports and companies with better quality of financial reports, in turn, can have a negative influence on their accruals-based management and a positive influence on real earnings management. In addition, it can impact the trade-off between these earnings management. The sample consists of 182 companies listed on B3 between 2012 and 2020. To analyze earnings management, the Pae (2005) model was used to calculate accruals-based management and the Roychowdhury (2006) model for the calculation of real earnings management. To calculate risk management disclosure, two indices were measured, one called rigorous and the other, tolerant, applying a checklist in the companies' Reference Form as required by CVM Instruction no. 480/2009 as amended by CVM Instruction n. 586/2017. The trade-off between manipulation by accruals and by real activities was also used to identify whether the risk management disclosure impacts the exchange of these two types of earnings management. As control variables, the study adopted profitability, size, growth and sector. Through the GLS regression, the results allow us to say that the high risk management disclosure, both in its rigorous and tolerant criteria, decreases the use of accruals-based management. On the other hand, the high risk management disclosure doesn't increase the use of real earnings management. The results also showed that, through the risk management disclosure, the two types of earnings management used for the analysis of the study can be treated as complementary. These results mainly contribute to the decision-making of stakeholders regarding investments in companies and expand the national studies that until now were concentrated on only one of the tools that is part of the risk management disclosure, the internal control.

**Keywords:** Disclosure; Risk management; Earnings management; Trade-off.

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - DESCRIÇÃO DOS SUBITENS REFERENTE A OBRIGAÇÃO A DIVULGAÇÃO DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS .....	28
QUADRO 2 - VARIÁVEIS DEPENDENTES .....	41
QUADRO 3 - CLASSIFICAÇÃO DE RESPOSTA DO <i>CHECKLIST</i> .....	43
QUADRO 4 - VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE .....	44
QUADRO 5 - VARIÁVEIS DOS CUSTOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR <i>ACCRUALS</i> E DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS.....	46
QUADRO 6 - VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE .....	48
QUADRO 7 – RESUMO DOS RESULTADOS APRESENTADOS .....	70
QUADRO A1 - <i>CHECKLIST</i> DE <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS.....	87

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - SELEÇÃO DA AMOSTRA DO ESTUDO .....	37
TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS POR ANO .....	53
TABELA 3 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS POR SETOR .....	55
TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA CATEGORIZADA PELO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....	58
TABELA 5 - CORRELAÇÃO DE SPEARMAN (TRIÂNGULO INFERIOR) E PEARSON (TRIÂNGULO SUPERIOR).....	60
TABELA 6 - REGRESSÃO ENVOLVENDO <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR <i>ACCRUALS</i> .....	61
TABELA 7 - REGRESSÃO ENVOLVENDO <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS .....	64
TABELA 8 - REGRESSÃO ENTRE <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E <i>TRADE-OFF</i> .....	67
TABELA B1 - REGRESSÃO ENVOLVENDO <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS.....	90
TABELA C1 - REGRESSÃO ENTRE <i>DISCLOSURE</i> DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E <i>TRADE-OFF</i> ENVOLVENDO OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS.....	91

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ADRS	<i>American Depositary Receipts</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CPV	Custo dos Produtos Vendidos
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
FRR	<i>Financial Reporting Release</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GLS	<i>Generalized Least Squares</i>
GRC	Gestão de Riscos Corporativos
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NSE	<i>Nigerian Stock Exchange</i>
PROFUT	Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	<i>Lei Sarbanes Oxley</i>
TWSE	<i>Taiwan Stock Exchange Corporation</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>19</b>
1.1 Contextualização.....	19
1.2 Problema e Objetivo .....	21
1.3 Justificativa .....	22
1.4 Contribuições .....	23
1.5 Estrutura do Estudo.....	24
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>25</b>
2.1 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos.....	25
2.2 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos e Gerenciamento de Resultados .....	29
2.3 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos no <i>Trade-Off</i> entre o Gerenciamento de Resultados por <i>Accruals</i> (GRA) e por Atividades Reais (GRR).....	33
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>36</b>
3.1 População e Amostra .....	36
3.2 Variáveis do Estudo .....	37
3.2.1 Variáveis dependentes.....	37
3.2.2 Variáveis independentes de interesse .....	41
3.2.3 Custos associados com gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> (GRA) e gerenciamento de resultados por atividade reais (GRR).....	44
3.2.4 Variáveis independentes de controle.....	46
3.3 Modelos Empíricos .....	48
3.3.1 Modelos empíricos para H1 e H2.....	48
3.3.2 Modelos empíricos para o <i>trade-off</i> .....	49
3.4 Técnicas Estatísticas Utilizadas .....	51
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>53</b>
4.1 Estatística Univariada do <i>Disclosure</i> de Gestão de Riscos Corporativos.....	53
4.2 Estatística Univariada do <i>Disclosure</i> de Gestão de Riscos Corporativos e das Variáveis de Controle.....	57
4.3 Estatística Bivariada Envolvendo as Variáveis de Estudo.....	59
4.4 Estatística Multivariada para Análise da Hipótese 1 e 2.....	61
4.5 Estatística Multivariada para Análise da Hipótese 3 .....	66
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>72</b>
<b>6 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>77</b>

<b>APÊNDICE A – CHECKLIST DE DISCLOSURE DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS.....</b>	<b>87</b>
<b>APÊNDICE B – RESULTADOS ENVOLVENDO O DISCLOSURE DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS SEPARADAMENTE.....</b>	<b>89</b>
<b>APÊNDICE C – RESULTADOS ENVOLVENDO O DISCLOSURE DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E O TRADE-OFF PARA OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS SEPARADAMENTE.....</b>	<b>90</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

As partes interessadas de uma entidade vêm exigindo maior supervisão dos riscos envolvidos nos ciclos das grandes quebras e dos escândalos financeiros (Walker *et al.*, 2002). Diante disso, as empresas abertas têm se aprofundado em técnicas e lógicas de gestão dos potenciais riscos que causam estas crises e suas conseqüentes perdas financeiras e de credibilidade, como forma de encarar as incertezas do ambiente empresarial (Fernandes *et al.*, 2008). A esse processo de gerenciamento dá-se o nome de gestão de riscos corporativos (GRC) (Hoyt & Liebenberg, 2011).

A GRC tornou-se mais observada e de relevante implementação a partir de escândalos financeiros e de corrupção (Santos Júnior, 2021; Wang *et al.*, 2018). Dentre estes escândalos, Candeloro *et al.* (2012) e Trivelato *et al.* (2018) abordam os mais relevantes que ocorreram entre os anos de 2001 e 2017. Os autores citam entre outros, internacionalmente, os casos Enron – EUA (2001); World Com Inc – EUA (2002); e a Parmalat – Itália (2017). Já no Brasil, os autores mencionam os casos do Banco Pan-americano (2010); a Petrobras (2014) e a JBS (2017).

De acordo com o *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO, 2007) a GRC é um processo aplicado no estabelecimento de estratégias para identificar eventos com potencial de afetar e administrar os riscos da entidade. O objetivo da GRC, segundo o COSO (2007), é manter os riscos compatíveis com o apetite a risco da empresa, possibilitando o cumprimento dos seus objetivos estratégicos e operacionais.

Uma efetiva GRC contribui para o cumprimento de leis e de regulamentos, evita danos à reputação da empresa, auxilia no atingimento de seus objetivos, evita os perigos e surpresas no decorrer do percurso da organização e ajuda a empresa a prevenir o potencial conflito de interesse entre investidores e gestores (Assi, 2017).

O conflito entre investidores e gestores é abordado pela Teoria da Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976). Esta teoria estuda a relação entre agente e principal, relação esta que surge quando uma ou mais pessoas (principal) contrata outra pessoa (agente) com o propósito de desempenhar uma dada tarefa em seu favor, atribuindo delegação de autoridade para o processo de tomada de decisões para o agente (Jensen & Meckling, 1976).

O conflito de agência acontece quando o agente atua conforme seu próprio interesse e não do principal (Jensen & Meckling, 1976). Diante disso, o conflito entre principal e agente

acabou influenciando o desencadeamento de escândalos corporativos, devido à falha nos mecanismos de controle, ausência de prestação de contas e incorreto comportamento do administrador que influenciou no desalinhamento com o interesse da empresa (Silva & Seibert, 2015).

Diante desse cenário de crise e de adversidade os investidores buscam subsidiar suas decisões de investimento por meio das informações divulgadas sobre o risco (Campbell *et al.*, 2014). Isso permite ao usuário da informação uma melhor análise do cenário no qual a organização está inserida a fim de tornar o processo decisório mais justo, possibilitando então, uma redução da assimetria informacional e uma melhoria na qualidade da informação contábil, por meio de menor uso do gerenciamento de resultados (Jin *et al.*, 2020; Miihkinen, 2013).

O desencadeamento de fraudes e escândalos financeiros levou as empresas do mercado de ações implementarem a GRC para proteger o interesse dos *stakeholders* (Lechner & Gatzert, 2017). A necessidade de implementação de GRC tornou-se evidente diante da instabilidade do mercado de capitais, que gerou incertezas entre os seus participantes (Ionescu & Vilag, 2015). Conseqüentemente, uma vez implementada, a evidenciação de GRC tornou-se relevante tanto para os gestores quanto para os investidores, pois, diariamente, eles precisam tomar decisões e aproveitar oportunidades de negócios e, para isso, necessitam ter consciência dos riscos corporativos envolvidos em suas decisões (Beuren *et al.*, 2011; Prado *et al.*, 2014; Semper & Beltrán, 2014).

Nessa perspectiva, Jorgensen e Kirschenheiter (2003) observaram que os gestores divulgam voluntariamente informações sobre o risco quando suas empresas têm uma baixa variação nos fluxos de caixa futuros. Já a pesquisa de Passos *et al.* (2017) identificou uma relação positiva entre a evidenciação dos fatores de risco de mercado com o custo de capital de terceiros, confirmando o já documentado por Semper e Beltrán (2014). O estudo de Lobo *et al.* (2019) documentou que um aumento na divulgação de risco relacionada ao *Financial Reporting Release* (FRR n. 48), exigida pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), está associado a uma diminuição na volatilidade do fluxo de caixa.

No Brasil, a obrigatoriedade de divulgação de GRC para empresas abertas é estabelecida por meio das Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 480/2009 e 586/2017. Ambas as instruções trazem em suas redações a necessidade de divulgação no Formulário de Referência de itens como as políticas de gerenciamento de riscos corporativos e de mercado, os mecanismos de controles internos e os procedimentos adotados para mitigar potenciais irregularidades e atos ilícitos praticados pelas companhias.

A evidenciação de GRC atua então como redutor da assimetria informacional, uma vez que reduz os conflitos de agência entre *insiders* e *outsiders*, permitindo maior conhecimento quanto à extensão dos riscos que envolvem a empresa, assim como o posicionamento para gerenciá-los e dessa forma pode contribuir para a melhoria da qualidade da informação contábil (Dabari & Saidin, 2015; Mazaya & Fuad, 2018; Miihkinen, 2013). Dechow *et al.* (2010), argumentam que a qualidade da informação contábil implica no fornecimento de informações sobre o desempenho da empresa que se mostrem relevantes para a tomada de decisão dos *stakeholders* e dessa forma pode ser influenciada pela gestão que a empresa faz dos seus riscos.

Autores como Wang *et al.* (2018), Johnston e Soileau (2020) e Kuo *et al.* (2020) examinaram o impacto entre a GRC e a qualidade da informação contábil por meio do gerenciamento de resultados tanto por *accruals* quanto por atividades reais. Wang *et al.* (2018) examinaram o impacto das atividades de financiamento externo nas decisões de gerenciamento de resultados mediadas pela GRC em empresas taiwanesas. Os autores identificaram que empresas que implementaram GRC preferiram usar gerenciamento de resultados por atividades reais, mas ao se envolverem em financiamento de capital externo os gestores são levados a mudar suas preferências de tomada de decisão de gerenciamento de resultados.

Seguindo a mesma linha de estudo em empresas taiwanesas, Kuo *et al.* (2020) examinaram a relação entre a GRC e a responsabilidade social corporativa (RSC) e como essa relação é afetada pela confiança gerencial e pelo gerenciamento de resultados de atividades reais. Os resultados apontaram que as empresas que possuem GRC mais eficaz estão mais envolvidas em comportamentos de RSC e que gestores que são mais confiantes estão predispostos a se envolverem em mais gerenciamento de resultados por atividades reais e maior RSC.

Johnston e Soileau (2020), ao utilizarem o gerenciamento de resultados por *accruals*, examinaram a associação entre este e a seleção de um programa de GRC em empresas norte-americanas com dados disponíveis no *software* DirectEDGAR. Os resultados identificaram que a GRC reduz o uso de gerenciamento de resultados por *accruals*, pois os gerentes têm um melhor entendimento da empresa e seus riscos associados, podendo prever melhor choques futuros nos fluxos de caixa e estimar com mais precisão os *accruals* da empresa.

## 1.2 Problema e Objetivo

A implementação e o efeito de GRC podem restringir as oportunidades e incentivos dos *insiders* de deturpar intencionalmente as operações e informações relatadas, além de reduzir os efeitos de omissões não intencionais e erros de procedimento nas informações relatadas (Ashbaugh-Skaife *et al.*, 2008; Brown *et al.*, 2014; COSO, 2013). No Brasil, características institucionais como concentração de propriedade, mercado pouco desenvolvido, menor proteção ao investidor e elevado risco político, podem influenciar a evidenciação de riscos corporativos e dessa forma afetar a qualidade da informação contábil, produzida pela empresa por meio do gerenciamento de resultados.

Uma vez que a implementação e a evidenciação de GRC atuam na redução da assimetria informacional e como a GRC pode impactar na qualidade da informação contábil, visto que o gerenciamento de resultados pode surgir do conflito de agência, propõe-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras?**. Seguindo na mesma linha do problema do estudo, o objetivo desta pesquisa é **analisar a relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras**.

### 1.3 Justificativa

O estudo torna-se relevante pelo fato da evidenciação de GRC, de acordo com Tan *et al.* (2017), trazer benefícios para a sociedade como um todo, através do aumento da confiabilidade das informações financeiras das empresas, principalmente aos *stakeholders*. A divulgação de elementos a respeito da GRC estabelece maior transparência em suas informações, proporcionando uma maior capacidade aos usuários das informações de identificarem os riscos que estão sujeitos na tomada de suas decisões, causando maior simetria informacional.

O presente estudo se diferencia dos demais no que diz respeito à expansão da abordagem da GRC, não ficando restrito apenas ao controle interno, que é um dos aspectos da GRC (Chan *et al.*, 2008; Cunha *et al.*, 2019; Ji *et al.*, 2017). Este estudo preenche então a lacuna existente na literatura nacional referente a uma investigação mais abrangente da divulgação de gestão de riscos, dada pela Instruções CVM n. 480/2009 e n. 586/2017, uma vez que a GRC é mais ampla do que o controle interno.

A pesquisa justifica-se ainda pelo tema de GRC e gerenciamento de resultados ser limitado nacionalmente, com poucos estudos até o momento, como o de Cunha *et al.* (2019), o

que mostra ser possível uma expansão do estudo na área envolvendo a divulgação da gestão de riscos corporativos e a forma de manipulação dos lucros por parte das empresas. Os indícios encontrados internacionalmente apontam que a evidenciação e divulgação de GRC podem ajudar na melhoria da informação contábil, inibindo o gestor no uso de manipulações dos lucros para alcançar os objetivos organizacionais.

A divulgação de GRC vai além da GRC em si, para representar um sistema de controle que auxilia a sociedade na avaliação do status operacional da empresa, potencializando a mitigação do risco de anomalia e podendo fazer com que os membros dessa sociedade se tornem investidores de uma empresa, dependendo do status operacional da mesma (Wang *et al.*, 2018). Tanto os gerentes quanto os investidores estão mais preocupados com a qualidade das informações apresentadas pela empresa no que tange ao risco a fim de alcançar seus objetivos, aumentando a confiança das informações contábeis e a força dos processos internos da empresa (Erin *et al.*, 2018).

#### **1.4 Contribuições**

No âmbito do mercado de ações, o estudo pode trazer implicações úteis aos *stakeholders* na avaliação dos riscos corporativos da empresa para tomada de decisões. A pesquisa pode trazer indícios do efeito da divulgação de GRC na confiabilidade da informação contábil, por meio da investigação do impacto da evidenciação de GRC como inibidor de comportamentos oportunistas dos gestores, dado pelo gerenciamento de resultados.

A pesquisa visa contribuir, ainda, com os legisladores e normatizadores, a fim de priorizar o rigor na fiscalização da divulgação dos dados de GRC, com o propósito de melhorar a capacidade de tomada de decisões adequadas e punição àqueles que descumprirem a evidenciação de GRC. Já existe legislação específica que trata da obrigatoriedade de divulgação da gestão de riscos corporativos, dada pela Instrução CVM n. 480/2009 alterada pela Instrução CVM n. 586/2017, porém, estas instruções não trazem um rigor quanto as penalidades pela não divulgação.

No âmbito acadêmico, o estudo visa aperfeiçoar o entendimento no impacto que a divulgação de GRC pode causar na qualidade da informação contábil ao oferecer indícios dessa relação com o gerenciamento de resultados, uma vez que o uso de GRC pode melhorar a qualidade do lucro, minimizando a manipulação dos lucros. Assim como a pesquisa de Olayinka *et al.* (2019), este estudo contribui para expansão da discussão envolvendo a

divulgação de GRC e a qualidade da informação contábil em países com economias emergentes, representados pelo Brasil nesta pesquisa.

O estudo contribui ainda com a sociedade, uma vez que ela exerce indiretamente o papel de fonte fiscalizadora dos itens inerente ao risco divulgado pela empresa. Com isso, mostra estar atenta à influência que as informações divulgadas podem causar nas organizações, além de evidenciarem suas preocupações quanto ao futuro da empresa, uma vez que a sociedade pode se tornar acionista ou investidora de uma entidade conforme o impacto que estes riscos causarem à empresa.

### **1.5 Estrutura do Estudo**

O presente estudo está organizado em cinco sessões. A primeira seção foi a introdução, que evidenciou a contextualização, o problema, o objetivo da pesquisa, as justificativas e as contribuições do estudo.

A segunda seção revisa a literatura sobre o tema proposto, evidenciando informações sobre a divulgação de GRC e o gerenciamento de resultados. Nesta seção é feito o levantamento das hipóteses estudadas. Na terceira seção é apresentada a metodologia, em que se descrevem a população e a amostra utilizadas no estudo, faz-se o levantamento das variáveis, bem como a coleta dos dados e são apresentados os modelos empíricos utilizados. A quarta seção apresenta os resultados e as discussões, baseados nos dados coletados e nas variáveis definidas. Na quinta seção são feitas as considerações finais do estudo.

Há ainda as referências a todas as pesquisas e aos autores utilizados no desenvolvimento da pesquisa e o apêndice com informações complementares inerentes ao estudo desenvolvido.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos

Os séculos XX e XXI foram marcados por grandes escândalos financeiros culminados do conflito de agência, devido ao comportamento dos administradores e o desalinhamento com o interesse empresarial (Silva & Seibert, 2015). Estes escândalos foram protagonizados por grandes corporações e provocou vários problemas como a oscilação nas negociações na bolsa de valores, concentração excessiva de poder, passividade dos investidores, falha na atuação do *gatekeepers* e regulação ineficiente (Crepaldi, 2013; Silveira, 2015).

Estes problemas permitiram que a sociedade buscasse um sistema mais equilibrado de decisões, visando minimizar o conflito de agência e trazendo maior transparência aos negócios (Silveira, 2015). Jensen e Meckling (1976) afirmam que as organizações são um conjunto de relações contratuais firmado entre duas ou mais pessoas, no qual o principal contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar determinada função com poder de decisão dentro da firma. O principal espera que o agente atue conforme seus interesses, tomando decisões que proporcione a maximização dos resultados da empresa. Porém, o agente também possui interesse próprio e, ao buscar satisfazê-lo, nem sempre está em concordância com o principal, ocasionando o chamado conflito de interesse (Jensen & Meckling, 1976).

O interesse pela GRC tornou-se mais proeminente quando foram noticiados escândalos de grandes corporações, ameaçando a continuidade dos negócios e chamando a atenção dos *stakeholders* e da academia (Lopes *et al.*, 2021). Campbell *et al.* (2014) destacam que os investidores podem incorporar informações de risco em suas decisões de preços e assim melhorar a liquidez do mercado, reduzindo a assimetria de informações.

A GRC é um processo holístico conduzido pelo conselho de administração e executado por toda a empresa com o intuito de identificar eventos que afetam e administram o risco da entidade, garantindo o cumprimento dos objetivos estratégicos e operacionais da organização (Bromiley *et al.*, 2015; Cohen *et al.*, 2017; COSO, 2007). Zou *et al.* (2019) afirmam que a GRC permite que as empresas tratem os riscos corporativos de maneira integrada. Diante disso, a GRC pode reduzir as ineficiências causadas pela falta de sinergias entre os diferentes departamentos da organização, levando uma economia de custos ao evitar a duplicação da gestão de risco e despesas relacionadas (Farrell & Gallagher, 2015).

De acordo com Beuren *et al.* (2011) e Blanco-Mesa *et al.* (2019), assumir riscos e gerenciá-los é essencial para o desenvolvimento da organização, no sentido da obtenção de lucros e geração de valor para seus proprietários, fazendo com que a companhia tenha uma vantagem competitiva. A adoção de uma GRC resulta em benefícios para a organização tais como a prevenção e o aumento do valor da empresa, mediante a redução de perdas e do custo de capital; a promoção de uma maior transparência com a divulgação dos riscos para os investidores; e a elevação do padrão de governança corporativa, devido à descrição do perfil de risco adotado por toda a entidade (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2007).

Com a crescente preocupação por parte das empresas em gerenciar os riscos, tornou-se de interesse dos *stakeholders* a divulgação de informações a respeito do risco e sua forma de gestão (Amran *et al.*, 2008; Hoyt & Liebenberg, 2015). A clareza das informações divulgadas a respeito dos riscos corporativos proporciona melhores condições de julgamento e de decisão aos *stakeholders*, pois ressalta que a companhia se preocupa em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado, oferecendo maior credibilidade a sua imagem institucional (Moumen *et al.*, 2016; Tan *et al.*, 2017).

A divulgação de informações relativas à GRC concede chances iguais de análise no momento de aplicar os recursos dos investidores em ações (Abraham & Cox, 2007). Ela configura-se como elemento crucial para manter o nível de transparência entre os usuários externos e a organização (Abdullah *et al.*, 2015).

Ao proporcionar essa análise igualitária a evidenciação de GRC atua como minimizador da assimetria informacional entre principal e agente (Miihkinen, 2013). O autor sugere então que uma vez que a entidade sinalize os riscos para o mercado de ações, por meio do Relatório de Referência, os investidores também passam a conhecer a extensão dos riscos que envolvem a organização.

O conjunto de informações sobre riscos corporativos constitui-se de parte essencial das informações que as empresas devem divulgar e pode ser útil para os investidores avaliarem com maior eficiência os fluxos de caixa esperados, reduzindo o nível de incerteza e o custo de capital das empresas (Semper & Beltrán, 2014). Nessa perspectiva é possível observar algumas pesquisas sobre a GRC e sua divulgação. Ao explorarem a influência da GRC nos valores de mercado de grandes empresas não financeiras dos Estados Unidos no período de 2003 a 2012, Sprcic *et al.* (2016) identificaram que a GRC tem um efeito positivo no valor de mercado por um curto período, mas não contribui para o valor de mercado no longo prazo.

Passos *et al.* (2017) analisaram a relação entre o nível de evidenciação dos fatores de risco de mercado e o custo de capital de 151 empresas participantes do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa da B3 no ano de 2014. Por meio dos Formulários de Referências foi levantado o nível do *disclosure* dos fatores de risco de mercado e identificada relação positiva com o custo de capital de terceiros e nenhuma relação com o custo de capital próprio. Ficou demonstrado que os financiadores estão mais atentos e criteriosos ao conceder recursos financeiros às empresas, pois acabaram por elevar o custo dos empréstimos concedidos ao perceberem os riscos incorridos por elas.

Nas empresas de bens industriais chinesas, Zou *et al.* (2019) examinaram a avaliação da GRC por meio de seus efeitos no custo e na eficiência da organização entre 2005 e 2015. A *proxy* de GRC foi obtida por meio de uma pesquisa detalhada de relatórios financeiros, relatórios de controle interno e relatórios do comitê de supervisão. Identificou-se que o uso de GRC agrega valor às empresas da China ao mitigar o custo da empresa e aumentar a eficiência da companhia.

Jacomossi *et al.* (2019) verificaram a relação entre a GRC e as variáveis contingenciais (incerteza ambiental, competição setorial, complexidade da empresa, tamanho da empresa e monitoramento do conselho de administração) mediante o desempenho empresarial da organização em 311 companhias listadas na B3 entre 2012 e 2016. Os resultados apontaram que empresas de alto desempenho atribuem maior importância às variáveis contingenciais do que as demais organizações, evidenciando que a implementação de GRC está associada ao desempenho empresarial.

Outro estudo seguindo a linha de empresas brasileiras é o de Lopes *et al.* (2021). Este analisou a associação da evidenciação da gestão de riscos com a governança corporativa e o desempenho em 37 organizações com *American Depositary Receipts* (ADRs) entre 2010 e 2014. Por meio do Índice de Evidenciação da Gestão de Riscos, que foi apurado mediante a leitura dos Relatórios da Administração e o uso de uma escala dicotômica, seguida de aplicação da técnica da entropia da informação, os resultados mostraram-se divergentes do estudo de Jacomossi *et al.* (2019), revelando que a evidenciação da gestão de riscos de companhias do Brasil com ADRs não está associada com a estrutura de governança corporativa e o desempenho empresarial.

Ainda estudando empresas brasileiras, Silva (2020) analisou a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco em 88 companhias listadas na B3, no período de 2016-2018 e descobriu que o nível de governança corporativa

influencia positivamente o nível de *disclosure* de gerenciamento de risco. Tais resultados sugerem que à medida que as empresas avançam em relação à governança corporativa, maior tende a ser sua preocupação em manter um nível elevado de gerenciamento de risco, uma vez que isso reduz os conflitos de agência entre *insiders* e *outsiders*, ao permitir um maior conhecimento e uma maior transparência da extensão dos riscos que envolvem a empresa e de como a empresa os gerencia.

No Brasil as empresas abertas tornaram-se obrigadas a divulgação de GRC por meio da Instrução CVM n. 480/2009, com alteração dada pela Instrução CVM n. 586/2017. Dentre os assuntos disponíveis nestas instruções, tem-se o Anexo 24, que trata a respeito do conteúdo que as companhias abertas devem divulgar em seu Relatório de Referência.

De acordo com essas legislações, o item 5 do Relatório de Referência deve dispor de informações acerca dos riscos corporativos e de mercado inerentes à empresa, a gestão destes riscos, os controles internos adotados pela organização e os mecanismos e procedimentos adotados com o intuito de prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados pelas companhias abertas, como forma de mitigar os riscos corporativos. O Quadro 1 traz um resumo do que consta no item 5 do Relatório de Referência.

**QUADRO 1 - DESCRIÇÃO DOS SUBITENS REFERENTE A OBRIGAÇÃO A DIVULGAÇÃO DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS**

<b>Subitem</b>	<b>Descrição</b>	<b>Legislação</b>
5.1	Descrição do gerenciamento de riscos: informa a política formalizada de gestão de riscos adotada pela empresa, os riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para proteção dos riscos, a estrutura organizacional de gestão de riscos e a adequação a estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política de gerenciamento de riscos.	Instrução CVM n. 480/2009
5.2	Descrição do gerenciamento de riscos de mercado: informa a política formalizada de gestão de riscos de mercado adotada pela empresa, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado e a adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada.	Instrução CVM n. 480/2009
5.3	Descrição dos controles internos: informa sobre as principais práticas de controle interno, as estruturas organizacionais envolvidas, como os controles internos são supervisionados, as deficiências e recomendações dos controles internos e os comentários dos diretores sobre as deficiências encontradas.	Instrução CVM n. 480/2009
5.4	Programa de integridade: informa os mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pela empresa para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, como código de conduta, código de ética e canal de denúncia.	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n° 586/2017

5.5	Alterações significativas: informa se, em relação ao último exercício social, houve alterações significativas nos principais riscos a que a empresa está exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada.	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM nº 586/2017
5.6	Outras informações relevantes: informa outras informações que a empresa julgue relevantes.	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM nº 586/2017

Fonte: Adaptado do Anexo 24 da Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n. 586/2017.

Com a divulgação de GRC aos *stakeholders*, os dados relacionados ao risco não ficam mais restritos a organização, permitindo que os usuários da informação tomem conhecimento de informações úteis para sua tomada de decisão e o risco inerente as suas escolhas (Mazaya & Fuad, 2018). Além disso, a evidenciação de informações relacionadas à GRC pode inibir a manipulação intencional de informações relatadas, reduzir o risco de erros aleatórios de procedimentos e estimativas em relatórios e mitigar os riscos inerentes de estratégias de negócios e operações que podem afetar a qualidade das informações relatadas (COSO, 2013).

## 2.2 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos e Gerenciamento de Resultados

Basel (2003) afirma que a GRC ganhou interesse mundial devido à sua capacidade de aumentar a precisão da divulgação corporativa, melhorar as demonstrações financeiras confiáveis, desenvolver uma gestão de risco mais forte e melhorar a qualidade da informação contábil. As empresas utilizam-se das demonstrações financeiras como um dos principais meios para se comunicarem com seus *stakeholders*, fornecendo informações que sejam úteis na tomada de decisão dos mesmos (Sousa *et al.*, 2020).

A avaliação e o monitoramento de GRC podem mitigar os riscos inerentes ao negócio e o impacto desses riscos nas escolhas de relatórios das empresas, fazendo com que haja uma melhoria na transparência e no fluxo de informações sobre a qualidade das informações sobre os riscos corporativos entre os conselhos de administração e auditores externos (Kinney *et al.*, 1990; COSO, 2013). A consequência disso é um efeito negativo das fraquezas de GRC na qualidade da informação contábil (Brown *et al.*, 2014).

A qualidade da informação pode ser afetada pelo oportunismo dos gestores, que podem usar de estratégias de gerenciamento de resultados e de riscos. O gerenciamento de resultados pode ser entendido como a intervenção dos gestores nos resultados da empresa, a fim de demonstrar um resultado diferente da realidade aos *stakeholders* ou influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados (Healy & Wahlen, 1999).

Walker (2013) complementa, afirmando que o gerenciamento de resultados é o uso de discricção gerencial, dentro dos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), das escolhas contábeis, das escolhas de relatórios de lucros e das decisões econômicas reais. O objetivo é influenciar a maneira como os eventos econômicos subjacentes são refletidos em uma ou mais medidas de lucros.

As modelagens do gerenciamento de resultados são dadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais. O gerenciamento de resultados por *accruals*, conforme exposto por Martinez (2013), ocorre através da escolha do momento do reconhecimento e/ou na escolha do critério de mensuração contábil. Já 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 dos lucros. Comportamentos de manipulação de lucros como esses podem ser inibidos, conforme afirmam Ge e McVay (2005), Chan *et al.* (2008), Datta *et al.* (2013) e Lo *et al.* (2017), devido a um índice de GRC abrangente e, conseqüentemente, melhorar o uso de controle interno de uma empresa e a qualidade dos relatórios financeiros.

Arnold *et al.* (2011) e Erin *et al.* (2018) argumentam ainda que a implementação de GRC pode melhorar a qualidade da informação contábil, diminuindo o uso do gerenciamento de resultados por parte dos gestores, pois traz uma maior confiança nas informações relatadas e fortalece os processos internos da organização. Expandindo este conhecimento, Wang *et al.* (2018) afirmam que se os investidores externos considerarem o gerenciamento de resultados como uma ferramenta usada pelos gerentes para manipular informações em relatórios financeiros em casos de informações assimétricas, a GRC pode reduzir o uso do gerenciamento de resultados pelos gerentes.

Internacionalmente é possível observar estudos que relacionam a divulgação de GRC e o gerenciamento de resultados, bem como a GRC em si e o gerenciamento de resultados, tais como os de Olayinka *et al.* (2019), Johnston e Soileau (2020), Kuo *et al.* (2020) e Yasa *et al.* (2020).

Olayinka *et al.* (2019) analisaram o impacto da GRC na qualidade da informação contábil, por meio do modelo de gerenciamento de resultados por *accruals* dado por McNichols (2002) em 50 empresas financeiras listadas na *Nigerian Stock Exchange* (NSE) entre os anos de 2007 e 2017. Envolvendo o uso da análise de conteúdo dos relatórios financeiros para determinação do índice de divulgação de GRC, o estudo mostrou que a implementação de GRC

por empresas financeiras nigerianas tem um impacto significativamente positivo na qualidade da informação contábil, minimizando a prática de *accruals* discricionários.

Com base nas empresas norte-americanas abertas, nos anos de 2007 a 2011, Johnston e Soileau (2020) examinaram a associação entre um programa de GRC e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Utilizando o modelo de Jones Modificado por Dechow *et al.* (1995) para o gerenciamento de resultados e o mecanismo de busca de palavra-chave para identificar se uma empresa divulga o uso de GRC por meio dos seus relatórios 10-K e DEF-14, coletados do *software* DirectEDGAR. Os resultados apontaram que empresas com GRC tendem a ter gerenciamento de resultados por *accruals* mais baixos, pois os gerentes têm um melhor entendimento da empresa e seus riscos associados, podendo prever melhor choques futuros nos fluxos de caixa e estimar com mais precisão os *accruals* da empresa.

Ao estudar o efeito da alavancagem, do fluxo de caixa livre, da governança corporativa, do crescimento e da GRC na qualidade da informação contábil, por meio dos *accruals* discricionários, em 41 empresas bancárias listadas na Bolsa de Valores da Indonésia de 2016 a 2018, Yasa *et al.* (2020) identificaram que a GRC tem um efeito negativo e significativo na qualidade da informação contábil, apresentando mais uso de gerenciamento de resultados por *accruals*.

Já Wang *et al.* (2018) ao examinar o impacto das atividades de financiamento externo nas decisões de gerenciamento de resultados, explorando a gestão de riscos corporativos como um fator moderador nessa associação em empresas listadas no *Taiwan Exchange Corporation* (TWSE) entre os anos de 2004 e 2015 descobriram que a gestão de riscos corporativos não pode restringir o uso do gerenciamento de resultados por *accruals*. Como métrica de gerenciamento de resultados os autores utilizaram o modelo desenvolvido por Kothari *et al.* (2005) e, para o cálculo do índice de GRC, foi utilizado o modelo com base nos quatro objetivos do COSO (2004).

A literatura nacional ainda é limitada em termos de estudos a respeito de divulgação de GRC e gerenciamento de resultados, destacando a pesquisa de Cunha *et al.* (2019), que relacionou a influência de uma das ferramentas de GRC (controle interno) com o gerenciamento de resultados em 77 empresas entre 2010 e 2015. Os resultados apontaram que empresas com controle interno fraco possuem menor qualidade de lucros, devido ao uso de maior gerenciamento de resultados.

Conforme os estudos supracitados a implantação e evidência de GRC seguem a tendência de apresentar uma relação negativa com o gerenciamento de resultados por *accruals*.

Dessa forma, as empresas que divulgam menos informações acerca dos riscos tendem a esconder informações úteis para tomada de decisão dos *stakeholders*, aumentando a manipulação dos lucros para alcançar os objetivos organizacionais por meio do gerenciamento de resultados.

Ao fazer parte da estratégia global dos negócios, a GRC visa proteger e aumentar o valor para os acionistas, produzindo resultados de boa qualidade (Hoyt & Liebenberg, 2011). De acordo com os estudos de Nasih (2014) e Dewi e Dewi (2017), a GRC pode ser capaz de suprimir a atitude oportunista dos gestores na aplicação da manipulação dos lucros por meio da política dos *accruals*.

A GRC fornece à empresa e aos *stakeholders* uma melhor compreensão dos possíveis choques futuros nos fluxos de caixa, permitindo que essas informações sejam incorporadas às decisões sobre as escolhas relacionadas aos *accruals*, reduzindo o uso de gerenciamento de resultados por *accruals* e, conseqüentemente, melhorando a qualidade da informação contábil (Johnston & Soileau, 2020). Diante disso levanta-se a primeira hipótese de pesquisa:

**Hipótese 1: Há uma relação negativa entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals* em empresas brasileiras.**

Cohen e Zarowin (2010) e Zang (2012) afirmam que por conta do foco dos auditores e reguladores estar sobre o gerenciamento de resultados por *accruals*, as empresas tendem a usar o gerenciamento de resultados de atividades reais ou a adotar alguma combinação de *accruals* e atividades reais simultaneamente para gerenciar resultados. Ewert e Wagenhofer (2005) mostram que o uso do gerenciamento de resultados por atividades reais aumenta quando o escrutínio contábil intensificado torna o gerenciamento de resultados por *accruals* mais fácil de detecção.

Visando estender a visão da relação da divulgação de GRC com o gerenciamento de resultados por atividades reais, Kuo *et al.* (2020) examinaram a relação entre a GRC e a responsabilidade social corporativa (RSC) e como essa relação é afetada pela confiança gerencial e pelo gerenciamento de resultados por atividades reais entre 2010 e 2016 em empresas taiwanesas. Por meio de um índice de GRC, baseado nos objetivos do COSO (2004), e do modelo de Roychowdhury (2006) para gerenciamento de resultados, identificou-se que empresas com GRC mais eficaz estão mais dispostas a investir em RSC e que as relações de interação entre a confiança gerencial e o gerenciamento de resultados têm uma influência

significativamente positiva na RSC. Os resultados sugerem que as empresas com GRC mais eficaz estão mais dispostas a se envolver em comportamentos de RSC e que gestores mais confiantes se envolvem em maior gerenciamento de resultados por atividades reais e maior RSC.

No mesmo estudo de Wang *et al.* (2018), citado no levantamento da primeira hipótese, os autores evidenciaram a relação da gestão de riscos corporativos com o gerenciamento de resultados utilizando o modelo de Roychowdhury (2006). Os resultados apontaram que a gestão de riscos corporativos está positivamente associada ao gerenciamento de resultados por atividades reais, sugerindo que os gerentes aumentam o uso do gerenciamento de resultados de atividades reais quando há um sistema de GRC em vigor. Sendo assim, uma gestão adequada de risco significa antever os problemas que podem acontecer com as operações e, com isso, proporcionar um maior uso do gerenciamento de resultado por atividades, levantando-se a segunda hipótese da pesquisa:

**Hipótese 2: Há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais em empresas brasileiras.**

### **2.3 Divulgação de Gestão de Riscos Corporativos no *Trade-Off* entre o Gerenciamento de Resultados por *Accruals* (GRA) e por Atividades Reais (GRR)**

A literatura concentrou seus estudos, por muito tempo, no gerenciamento de resultados por *accruals*, evidenciando a preferência dos gestores das organizações por este tipo de manipulação dos lucros. O GRA ocorre quando os gestores emprestam os lucros de períodos futuros para aumentar os lucros do período atual ou quando ocorre o contrário, os gestores transferem os lucros atuais para períodos futuros com o objetivo de diminuir os lucros do período atual, utilizando para isso os *accruals* discricionários, conforme Abernathy *et al.* (2014). Tais autores complementam ainda dizendo que o GRA ocorre após o final do fechamento contábil, mas dentro dos limites do sistema contábil.

A partir do estudo de Graham *et al.* (2005) a perspectiva sobre o uso do gerenciamento de resultados tomou novos rumos, ao confirmar a disposição dos gestores ao uso do gerenciamento de resultados por atividades reais por meio de uma pesquisa voltada a questionários e entrevistas. Os resultados alcançados nas respostas destes questionários e

entrevistas evidenciaram que os gerentes tomariam medidas econômicas, tais como atrasar a despesas com manutenção ou de publicidade, e ainda prefeririam desistir de projetos de valor presente líquido positivo a fim de atender aos *benchmarks* de lucros de curto prazo.

Ainda de acordo com Abernathy *et al.* (2014), o GRR ocorre quando os gestores se desviam das decisões comerciais ideais com atividades reais, como a superprodução para reduzir o custo dos produtos vendidos (CPV) e o corte de despesas discricionárias, como despesas com P&D para atingir metas de lucro, dentro do ano fiscal.

Diante disso, Roychowdhury (2006) fornece métricas para aprofundar os estudos no gerenciamento de resultados por atividades reais. Seu estudo fornece evidências de que os gestores manipulam as vendas, reduzem as despesas discricionárias e causam uma superprodução no estoque para diminuir o CPV. Roychowdhury argumenta ainda que os gerentes passaram a preferir usar atividades reais ao gerenciamento de resultados baseado em *accruals* porque as atividades reais têm menos probabilidade de atrair a atenção dos auditores e reguladores e menos probabilidade de produzir risco adicional.

Várias pesquisas, a partir dos estudos de Graham *et al.* (2005) e Roychowdhury (2006) evidenciaram que as empresas mudam de GRA para GRR e que há uma limitação no envolvimento de GRA. Cohen *et al.* (2008) forneceram evidências de que as empresas que atingiram *benchmarks* de lucros importantes usaram menos *accruals* e mais gerenciamento de resultados por atividades reais após a aprovação da Lei Sarbanes Oxley (SOX).

Em outro estudo, Chi *et al.* (2011) descobriram que empresas auditadas por auditores de alta qualidade eram mais propensas a se envolverem no uso do GRR, uma vez que sua capacidade de manipulação de lucros por *accruals* era limitada.

Percebe-se que a mudança de classificação é uma estratégia de gerenciamento de resultados no qual os gestores movem itens dentro da demonstração de resultados para melhorar os lucros (McVay, 2006). Tal mudança, assim como afirmam Abernathy *et al.* (2014), fornece uma estratégia flexível de gerenciamento de resultados por ser feito fora do sistema contábil e por ser uma das últimas estratégias disponíveis para cumprir as metas de lucros, tornando-se importante na tomada de decisão por parte da administração da organização.

Zang (2012), em seu estudo, demonstrou que as empresas decidem entre as duas formas de manipulação dos lucros, baseando-se nos custos relativos ou nas restrições de cada estratégia, motivando o que ela chamou de *trade-off* entre o uso de GRA e GRR, tornando ambos substitutos. Assim como o estudo de Zang (2012), os estudos de Ewert e Wagenhofer

(2005), Cohen *et al.* (2008) e Badertscher (2011) sugerem que os gestores optam por usar o gerenciamento que apresenta o menor custo envolvido.

No Brasil, Cupertino *et al.* (2017) deram seguimento ao estudo do *trade-off* entre as técnicas do gerenciamento de resultados ao estudar a análise das estratégias de gerenciamento de resultados envolvendo *accruals* ou atividades reais após a adoção das *International Financial Reporting Standard* (IFRS). Os resultados demonstraram que o nível de manipulação por *accruals* reduziu ao passo que o gerenciamento de resultados por atividades reais aumentou após a adoção das IFRS.

Outros estudos continuaram na investigação da tendência de pesquisas relacionadas à escolha do tipo de gerenciamento de resultados. Internacionalmente, Zhu *et al.* (2015) examinaram como as empresas chinesas de fusão reversa, que são empresas privadas chinesas que adquirem uma empresa norte-americana aberta, passando a controlar os negócios combinados e abre o capital no mercado norte-americano, com ações negociáveis na China e nos Estados Unidos, negociam e conduzem gerenciamento de resultados que aumentam a receita por meio de estratégias baseadas em *accruals* e de manipulação de atividades reais em entre os anos de 1990 e 2011. Os resultados apontaram que empresas chinesas de fusão reversa usam o gerenciamento de resultados por *accruals* e por atividades reais como substitutos e tendem a fazer a transição do GRA para o GRR nos anos após uma fusão reversa.

Li (2019), ao estudar a relação entre remuneração patrimonial dos *Chief Executive Officers* (CEOs) sobre o gerenciamento de resultados e a precificação de mercado dos dois tipos de gerenciamento de resultados entre os anos de 2005 e 2013 em empresas norte-americanas não financeiras, identificaram que as duas formas de manipulação de lucros são tratadas como complementares e não como substitutas.

Nacionalmente, ao analisar se as características dos CEOs *insiders* influenciam nas práticas de gerenciamento de resultados das companhias de capital aberto listadas na B3 entre 2008 e 2018, Corazza *et al.* (2020) identificaram que os CEOs *insiders* preferem utilizar os *accruals* discricionários para gerenciamento dos resultados na identificação do *trade-off*.

A partir do exposto, o estudo busca uma investigação na relação entre as técnicas de manipulação de lucros e a divulgação de GRC. A implementação e a divulgação de GRC representam um sistema de controle que auxilia os *stakeholders* na avaliação do status operacional da empresa (Wang *et al.*, 2018). Com isso, ocorre a mitigação do uso de gerenciamento de resultados por *accruals*, como evidenciado por Olayinka *et al.* (2019) e

Johnston e Soileau (2020) e aumentando o uso do gerenciamento de resultados por atividades reais, como apontado por Wang *et al.* (2018) e Kuo *et al.* (2020).

Ao estudar o impacto das atividades de financiamento externo nas decisões de gerenciamento de resultados, explorando o papel que a GRC tem nessa relação em empresas não financeiras listadas no *Taiwan Stock Exchange Corporation* (TWSE) entre os anos de 2004 e 2015, Wang *et al.* (2018) descobriram que empresas que implementaram GRC, baseada nos objetivos do COSO (2004), preferiram usar o gerenciamento de resultados por atividades reais ao gerenciamento de resultados por *accruals*.

Percebe-se que a implementação e a divulgação de GRC implicam em um sistema de controle eficiente, permitindo a flexibilidade na adoção do gerenciamento de resultados e visto que as conclusões tiradas até aqui envolveram análise de modelos separados de gerenciamento de resultados, levanta-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 3: A divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre GRA e GRR.**

Na seção seguinte, são discutidas as medidas adotadas, o escopo de empresas para estudo, as variáveis levantadas, os modelos empíricos formulados e as técnicas estatísticas que foram utilizadas com base nas hipóteses nesta seção definidas.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 População e Amostra**

Com o objetivo de identificar a relação entre a divulgação de GRC e o gerenciamento de resultados foi levantado na Economatica® todas as empresas abertas com ações negociadas na Bolsa, Brasil e Balcão (B3) entre os anos de 2012 e 2020.

Foi escolhido o ano de 2012 para início deste período temporal porque é preciso utilizar dados de anos anteriores a este, como 2010 e 2011, para o cálculo do gerenciamento de resultados que usa a variação da receita do ano atual e a variação da receita do ano anterior. Esses anos apresentam informações dentro das normas internacionais de contabilidade, fato que não inviabiliza o resultado e são os primeiros anos de início da vigência da obrigatoriedade da apresentação do Formulário de Referência de acordo com a Instrução CVM n. 480/2009.

Já o ano de 2020 foi escolhido para ser o ano final de abrangência temporal deste estudo, por ser o último ano com dados divulgados tanto de demonstrações financeiras quanto de demais relatórios disponíveis até a data de finalização da pesquisa.

Das empresas selecionadas foram excluídas as empresas financeiras, devido as suas características específicas, como o fato de serem regidas por legislação específica (Hoff & Vicente, 2016), que podem afetar o cálculo do gerenciamento de resultados. Além disso, foram excluídas também as empresas que não apresentaram dados suficientes para o cálculo das variáveis. Após todas as exclusões, a amostra manteve-se composta por 182 empresas, conforme demonstra a Tabela 1.

**TABELA 1 - SELEÇÃO DA AMOSTRA DO ESTUDO**

<b>Descrição</b>	<b>Quantidade de empresas</b>
Empresas com ações negociadas na B3	390
(-) Empresas financeiras	(56)
(-) Empresas sem dados suficientes	(152)
<b>(=) Amostra do estudo</b>	<b>182</b>

Fontes: Elaborada pela autora.

Os dados da divulgação de GRC foram obtidos no site da CVM por meio do Formulário de Referência de cada empresa, já os demais dados utilizados nos modelos do estudo foram coletados dos demonstrativos financeiros da Economatica®.

## **3.2 Variáveis do Estudo**

### **3.2.1 Variáveis dependentes**

Para as variáveis dependentes foram utilizados o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais. Dentre os modelos utilizados na literatura foi escolhido o modelo de Pae (2005), gerando a variável GRA, que representa o gerenciamento de resultados por *accruals* e o modelo de Roychowdhury (2006), gerando a variável  $GRR_{TOTAL}$ , que representam o gerenciamento de resultados por atividades reais.

O primeiro passo para o cálculo do gerenciamento de resultados por *accruals*, caracterizado como a primeira variável dependente, é a determinação dos *accruals* totais para aplicar no modelo escolhido, que no caso deste estudo foi o de Pae (2005). Os *accruals* totais, segundo Hribar e Collins (2002), podem ser mensurados pela abordagem do Fluxo de Caixa ou pela abordagem do Balanço Patrimonial.

A abordagem do Fluxo de Caixa é definida como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa da empresa. Já a abordagem do Balanço baseia-se na articulação presumida entre as mudanças nas contas de capital de giro do balanço e o componente de acréscimo das receitas e despesas na demonstração do resultado (Hribar & Collins, 2002).

A abordagem pelo Balanço Patrimonial tornou-se comumente mais utilizada, pois a divulgação da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) teve sua vigência promulgada, no Brasil, somente a partir de 2007, com a Lei n. 11.638/2007, carecendo de informações para abordagem pelo Fluxo de Caixa antes desta data (Baptista, 2010). Em contrapartida, Hribar e Collins (2002) afirmam que mesmo a maioria dos estudos usando a abordagem do Balanço para o cálculo dos *accruals* totais, esta abordagem é afetada por erros de medição nas estimativas dos *accruals*, que contamina os cálculos dos *accruals* discricionários, levando a conclusões errôneas de que o gerenciamento de resultados existe quando nenhuma atividade oportunista está presente.

Desta forma, para este estudo foi escolhido a abordagem do Fluxo de Caixa para o cálculo dos *accruals* totais, uma vez que o período temporal contribui para a obtenção de dados para mensuração dos valores desses *accruals* e por conta das deficiências apresentadas por Hribar e Collins (2002) ao se utilizar a abordagem do Balanço Patrimonial. Os *accruals* totais foram obtidos por meio da equação (1).

$$AT_{it} = LL_{it} - FCO_{it} \quad (1)$$

em que

$AT_{it}$  = *Accruals* Totais da empresa i no ano t;

$LL_{it}$  = Lucro Líquido da empresa i no ano t;

$FCO_{it}$  = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no ano t;

Em seguida os *accruals* totais foram decompostos em *accruals* discricionários e não discricionários para determinação da variável (GRA), dada pelo erro da regressão do modelo de Pae (2005). O objetivo de Pae (2005) é ampliar o modelo de Jones (1991) através da inclusão de variáveis que representem o fluxo de caixa operacional e a reversão natural dos *accruals* anteriores para avaliar o impacto da associação negativa entre *accruals* e fluxo de caixa simultaneamente; a associação positiva entre *accruals* e fluxos de caixa defasados; e a reversão das provisões.

Pae (2005) afirma que mesmo que a ampliação do modelo de Jones (1991) não resolva todos os erros de classificação e problemas de variáveis omitidas, acredita-se que seja um passo

valioso em direção ao aprimoramento do modelo de Jones (1991), pois a relação dessas novas variáveis do modelo pode projetar um teste mais poderoso de gerenciamento de resultados.

Os *accruals* discricionários são calculados como a diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários. Por meio da regressão dada pela equação (2) observa-se que a variável (GRA) foi dada pelo erro da regressão (*accruals* discricionários), que é a parte não explicada pelos *accruals* não discricionários.

$$\frac{AT_{it}}{A_{t-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta R_{it}}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{t-1}} \right) + \lambda_1 \left( \frac{FCO_{it}}{A_{t-1}} \right) + \lambda_2 \left( \frac{FCO_{it-1}}{A_{t-1}} \right) + \lambda_3 \left( \frac{AT_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

em que

$AT_{it}$  = *Accruals* Totais da empresa i no ano t, calculado na equação (1);

$\Delta R_{it}$  = Variação da Receita Líquida da empresa i no ano (t-1) para o ano t;

$PPE_{it}$  = Ativo Imobilizado e Intangível da empresa i no ano t;

$FCO_{it}$  = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no ano t;

$FCO_{t-1}$  = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no ano (t-1);

$AT_{t-1}$  = *Accruals* Totais da empresa i no ano (t-1);

$A_{t-1}$  = Ativo Total da empresa i no ano (t-1);

$\alpha, \beta_1, \beta_2, \lambda_1, \lambda_2$  e  $\lambda_3$  = Coeficientes estimados pela regressão;

$\varepsilon_{it}$  = Erro da regressão, que representa o GRA (1ª variável dependente) da empresa i no ano t.

Para o cálculo da segunda variável dependente, que representam o gerenciamento de resultados por atividades reais, foi utilizado o modelo desenvolvido por Roychowdhury (2006) que é comumente o mais usado na literatura (Cohen *et al.*, 2008; Cupertino *et al.*, 2017; Walker, 2013; Zang, 2012).

O primeiro passo foi identificar a variação no fluxo de caixa operacional, em relação às vendas. As vendas podem ser manipuladas com a concessão de descontos ou condições de créditos mais moderadas, aumentando o volume de vendas e consequentemente diminuindo o fluxo de caixa (Ge, 2010). Dessa forma, Roychowdhury (2006) denota o fluxo de caixa operacional como uma função linear de vendas no período atual e a variação nas vendas no período atual, gerando a *proxy*  $GRR_{FCO}$ , dada pelo erro de regressão da equação (3):

$$\frac{FCO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta V_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

em que

$FCO_{it}$  = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no ano t;

$A_{it-1}$  = Ativo Total da empresa i do ano (t-1);  
 $V_{it}$  = Vendas da empresa i no ano t;  
 $\Delta V_{it}$  = Variação das vendas da empresa i no ano (t-1) para o ano t;  
 $\alpha_0, \alpha_1, \beta_1$  e  $\beta_2$  = Coeficientes estimados pela regressão;  
 $\varepsilon_{it}$  = Erro da regressão, que representa o  $GRR_{FCO}$  da empresa i no ano t.

Os resíduos da equação (3) foram multiplicados por (-1), para que demonstrem o comportamento que potencializa o GRR como um todo, pois o gerenciamento por atividades reais é verificado em baixos fluxos de caixa operacionais (Cupertino *et al.*, 2017; Roychowdhury, 2006).

O segundo passo está relacionado na identificação dos custos dos produtos. As entidades podem utilizar mecanismos, tais como o custeio por absorção, para aumentar a produção necessária para atender a demanda atual de vendas, fazendo com que a empresa corte o preço dos bens vendidos e reduza o custo fixo unitário, potencializando as margens realizadas (Cohen *et al.*, 2008; Cupertino *et al.*, 2017; Roychowdhury, 2006). O modelo é dado pela relação linear entre os custos de produção e a variação do estoque, as vendas do período atual, a variação das vendas no período atual e a variação das vendas do período anterior, obtendo-se assim a *proxy*  $GRR_{PROD}$ , por meio do erro de regressão da equação (4):

$$\frac{Prod_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta V_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{\Delta V_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que  
 $Prod_{it}$  = Custo de produção + Variação do estoque da entidade i;  
 $A_{it-1}$  = Ativo Total da empresa i no ano (t-1);  
 $V_{it}$  = Vendas da empresa i no ano t;  
 $\Delta V_{it}$  = Variação das vendas da empresa i no ano (t-1) para o ano t;  
 $\Delta V_{it-1}$  = Variação das vendas da empresa i no ano (t-2) para o ano (t-1);  
 $\alpha_0, \alpha_1, \beta_1, \beta_2$  e  $\beta_3$  = Coeficientes estimados pela regressão;  
 $\varepsilon_{it}$  = Erro da regressão, que representa o  $GRR_{PROD}$  da empresa i no ano t.

No terceiro passo identificaram-se os níveis anormais nas despesas discricionárias. Despesas discricionárias são caracterizadas por serem contabilizadas no mesmo período que incorrem, tais como P&D, publicidade e vendas. Com o intuito de alcançar níveis elevados de lucros os gestores podem efetuar corte de gastos nessas despesas, incorrendo em uma diminuição dos fluxos de saída de caixa, caracterizando um aumento dos fluxos de caixas operacionais (Cohen *et al.*, 2008; Roychowdhury, 2006).

A partir do erro da regressão da equação (5) obteve-se a *proxy*  $GRR_{DESP}$ , que representa a relação linear entre as despesas discricionárias e as vendas no período atual.

$$\frac{\text{Desp}_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{V_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

em que

$\text{Desp}_{it}$  = Despesas discricionárias da entidade  $i$  no período  $t$ , representada pela soma das despesas administrativas, vendas e gerais;

$A_{it-1}$  = Ativo Total da empresa  $i$  no ano  $(t-1)$ ;

$V_{it}$  = Vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;

$\alpha_0$ ,  $\alpha_1$  e  $\beta_1$  = Coeficientes estimados pela regressão;

$\varepsilon_{it}$  = Erro da regressão, que representa o  $\text{GRR}_{\text{DESP}}$  da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Da mesma forma que na equação (3), os resíduos da equação (5) foram multiplicados por (-1), pois o gerenciamento de resultados por atividades reais também é verificado na redução das despesas discricionárias, potencializando o GRR como um todo (Cupertino *et al.*, 2017; Roychowdhury, 2006).

Como etapa final para obtenção da última variável dependente, foram acrescentados os resíduos gerados nas equações (3), (4) e (5), obtendo-se o gerenciamento de resultados por atividades reais total, chamado de  $\text{GRR}_{\text{TOTAL}}$ . O Quadro 2 apresenta de forma resumida as variáveis dependentes utilizadas nesta pesquisa.

**QUADRO 2 - VARIÁVEIS DEPENDENTES**

Sigla	Nome	Métrica
GRA	Gerenciamento de resultados por <i>accruals</i>	<i>Accruals</i> discricionários obtidos pelos resíduos da regressão do modelo de Pae (2005)
$\text{GRR}_{\text{TOTAL}}$	Gerenciamento de resultados por atividades reais (total)	Obtido por meio da soma dos resíduos dos 3 modelos de Roychowdhury (2006)

Fonte: Elaborado pela autora.

### 3.2.2 Variáveis independentes de interesse

As variáveis independentes de interesse são o *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso (DRCRig) e o *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante (DRCTol), que representam a divulgação de elementos referente aos riscos corporativos de acordo com a legislação. Estas variáveis foram obtidas por meio de um *checklist*.

Este *checklist* é a listagem dos 34 subitens que se encontram no item 5 do Anexo 24 da Instrução CVM n. 480/2009 com alteração proposta pela Instrução CVM n. 586/2017. A integridade deste *checklist* pode ser vista no Apêndice A deste estudo, por meio do Quadro A1.

A coleta dos dados foi feita pelo Relatório de Referência de cada empresa, no seu item 5, disponível no site da CVM.

Este quadro foi dividido em quatro categorias, Política de Gerenciamento de Riscos Corporativos (item 5.1 do Relatório de Referência), Política de Gerenciamento de Riscos de Mercado (item 5.2 do Relatório de Referência), Controles Internos (item 5.3 do Relatório de Referência), Mecanismos e Procedimentos Internos de Integridade (item 5.4 do Relatório de Referência) e Outras Informações (itens 5.5 e 5.6 do Relatório de Referência).

Na categoria “Política de Gerenciamento de Riscos Corporativos” as empresas são obrigadas a divulgar os riscos corporativos da empresa, bem como se há uma política formalizada de gerenciamento de riscos e suas estratégias, além da estrutura operacional que verifica a efetividade da política adotada.

As empresas devem apresentar na “Política de Gerenciamento de Riscos de Mercado” as mesmas informações relatadas na categoria supracitada, porém envolvendo agora os riscos de mercado, além de informações a respeito da proteção patrimonial (hedge) e os objetivos e estratégias relacionadas a ela.

Na categoria “Controles Internos”, as organizações devem divulgar as práticas de controles internos envolvidos na empresa, bem como a relação que esses controles internos têm para a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, e ainda os principais comentários dos auditores acerca das deficiências e recomendações dos controles internos presentes na organização e os comentários da administração sobre o parecer dos auditores.

A categoria “Mecanismos e Procedimentos Internos de Integridade” é o espaço que as empresas têm para informar os procedimentos e mecanismos adotados para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos, tais como o código de ética e o canal de denúncias. Além disso, devem ser informadas as várias características destes mecanismos, como o fato de eles serem de uso interno e/ou externo à empresa, a frequência de treinamento para a implementação deles e outros.

Por fim, o campo “Outras Informações” deve demonstrar se além das informações divulgadas anteriormente ainda existe outras informações referentes aos riscos ou a sua política de gerenciamento que tiveram alterações registradas em relação ao último exercício social.

A análise da adesão da divulgação por parte das organizações aos requisitos da norma foi feita mediante a análise proposta por Santos *et al.* (2014), Umbelino *et al.* (2019) e Silva (2020) por meio da classificação apresentada no Quadro 3.

**QUADRO 3 - CLASSIFICAÇÃO DE RESPOSTA DO CHECKLIST**

Sigla	Descrição	Observação
ID	Item divulgado	A empresa divulga a informação solicitada pela norma
IND	Item não divulgado	A empresa não divulga a informação solicitada pela norma
INA	Item não aplicável	A empresa não divulga qualquer informação e deixa explícito que o item examinado não lhe é aplicável
INI	Item não informado	A empresa não divulga a informação solicitada pela norma, não deixando claro se esta informação omitida é aplicável ou não

Fonte: Adaptado de Santos *et al.* (2014).

A partir da classificação dada a cada item, foram utilizadas as equações (6) e (7) para determinar as variáveis de interesse, seguindo a tendência dos estudos de Santos *et al.* (2014), Umbelino *et al.* (2019) e Silva (2020), que utilizaram dois critérios para o cálculo do *disclosure*.

O primeiro critério, chamado de *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso (DRCRig), representa o total de itens divulgados dividido pela diferença entre o total de itens requeridos e o total dos itens nos quais a entidade explicitamente informa que não são aplicáveis. Santos *et al.* (2014) argumentam que o critério rigoroso enfatiza uma penalidade para as empresas que ocultam informações relevantes ao induzir o usuário a crer que a norma não lhe é aplicável quando, na verdade, é, assumindo o risco de penalizar as empresas que omitiram apenas as informações que de fato não lhes eram aplicáveis.

O DRCRig foi gerado conforme a equação (6):

$$\text{DRCRig}_{it} = \frac{\sum \text{ID}}{\sum \text{IRN} - \sum \text{INA}} \quad (6)$$

em que

DRCRig = *Disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso;

ID = Itens divulgados;

IRN = Itens requeridos pela norma;

INA = Itens não aplicáveis.

O segundo critério, chamado de *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante (DRCTol), é calculado dividindo o total de itens divulgados pela diferença entre o total de itens requeridos, o total de itens nos quais a entidade explicitamente informe que não são aplicáveis e o total de itens que não são informados. Santos *et al.* (2014) afirmam que esse critério não penaliza os dados divulgados de uma empresa que omitiu corretamente as informações que não lhes eram aplicáveis, assumindo o risco de considerar que todas as informações omitidas se referem apenas a normas não aplicáveis.

O DRCTol foi gerado conforme a equação (7):

$$DRCTol_{it} = \frac{\sum ID}{\sum IRN - \sum INA - \sum INI} \quad (7)$$

em que

DRCTol = *Disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante;

ID = Itens divulgados;

IRN = Itens requeridos pela norma;

INA = Itens não aplicáveis;

INI = Itens não informados.

Essa abordagem baseada em dois critérios possibilita mensurar o nível de conformidade. Considera-se cada uma das duas interpretações possíveis para a não aplicabilidade de uma norma, proporcionando o estabelecimento de um nível de conformidade máximo (tolerante) e mínimo (rigoroso), e a avaliação da sensibilidade dos resultados à interpretação adotada (Santos *et al.*, 2014).

Essa forma de averiguação do *disclosure* de gestão de riscos corporativos também foi vista no estudo de Silva (2020), que investigou a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gestão de risco nas companhias brasileiras listadas na B3. O Quadro 4 apresenta de forma resumida as variáveis independentes de interesse usadas neste estudo.

**QUADRO 4 - VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE**

Sigla	Nome	Métrica
DRCRig	<i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos rigoroso	Obtido por meio do quociente entre o número de itens divulgados e o número de itens requeridos, sendo o denominador subtraído do número de itens não aplicáveis [Equação (6)]
DRCTol	<i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos tolerante	Obtido por meio do quociente entre o número de itens divulgados e o número de itens requeridos, sendo o denominador subtraído do número de itens não aplicáveis e do número de itens não informados [Equação (7)]

Fonte: Elaborado pela autora.

### 3.2.3 Custos associados com gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e gerenciamento de resultados por atividade reais (GRR)

Zang (2012) afirma que é improvável que apenas uma das estratégias de manipulação (gerenciamento por *accruals* ou gerenciamento por atividades reais) seja utilizada, dessa forma espera-se que haja uma interação entre elas para alcançar o efeito desejado no resultado do exercício. Os gestores realizam um *trade-off* entre as técnicas de gerenciamento que é vinculado ao custo de implementação do gerenciamento de resultados por *accruals* e do gerenciamento

de resultados por atividades reais, utilizando a técnica de manipulação com menor custo associado (Zang, 2012).

Diante disso, as variáveis de custos associadas ao GRA e GRR representam custos em utilizar cada método de gerenciamento de resultados (Cupertino *et al.*, 2017; Zang, 2012). Para o GRA são utilizadas três variáveis que representam os custos envolvidos no gerenciamento de resultados por *accruals*.

A primeira variável está relacionada com a capacidade das entidades de utilizarem os *accruals*, levando em consideração o nível destes em períodos anteriores, pois os *accruals* são reversíveis e é preciso levar em consideração os saldos já acumulados (Zang, 2012). Em função da articulação entre a demonstração do resultado do exercício e o balanço patrimonial, os *accruals* discricionários impactam os ativos líquidos que, por sua vez, ficam inflados quando as empresas se engajam ao GRA em períodos anteriores (Zang, 2012). Para isso, foi utilizado como variável o ativo operacional líquido ( $AOL_{t-1}$ ), dado pelo ativo total subtraído o caixa e equivalentes de caixa. Esta variável se torna uma *dummy*, em que 1 indica que a entidade está abaixo da mediana e 0, caso contrário, em uma lógica anual e setorial.

A segunda variável empregada é o ciclo operacional ( $CICLOP_{t-1}$ ). De acordo com Cupertino *et al.* (2017), empresas com ciclos operacionais maiores possuem níveis de *accruals* elevados e um período maior para sua reversão. Esta variável foi calculada como a soma do tempo médio de liquidação de contas a receber e o tempo médio de estoque, subtraído do tempo médio de liquidação de obrigações a pagar.

A terceira variável especifica se uma entidade é auditada por uma das empresas de auditoria caracterizadas como *Big Four* (Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e Pricewaterhousecoopers) ( $BIG4_t$ ). Geralmente as *Big Four* são empresas de auditoria de alta qualidade e Chi *et al.* (2011) concluem que as empresas auditadas por auditores de alta qualidade possuem menor capacidade de manipulação dos *accruals*. Cohen *et al.* (2008) e Zhu *et al.* (2015) afirmam que as *Big Four* restringem o uso do gerenciamento de resultados por *accruals*, isso porque esses auditores têm mais experiência, investem mais recursos em auditoria e possuem maior reputação relacionada ao risco (Zang, 2012). Desta forma a variável ( $BIG4_t$ ) foi determinada por uma *dummy*, que recebe o valor 1 se for auditada por uma *Big Four* e 0, caso contrário.

Para GRR foram utilizadas outras três variáveis que representam os custos envolvidos no gerenciamento de resultados por atividades reais. A primeira variável é representada pela proporção das vendas da entidade em relação às vendas setoriais totais e é chamada de *market*

*share* ( $MKTS_{t-1}$ ). De acordo com Zang (2007), as empresas encaram diferentes níveis de competição dentro do setor e por isso o nível de pressão difere com o desvio da estratégia ideal no quesito operacional. Entidades com maior *market share* possuem menos restrições quanto ao GRR (Zang, 2012).

A segunda variável representa a saúde financeira da empresa ( $SF_{t-1}$ ). Cupertino *et al.* (2017) utilizam para esta variável a relação entre os fluxos de caixa operacionais e o endividamento total. Desta forma, quanto mais deteriorada a saúde financeira, menor é a capacidade da entidade de utilizar o GRR, pois este tipo de manipulação restringe o fluxo de caixa disponível, o que torna seu custo mais alto (Zang, 2012).

A última variável dos custos de GRR é o excesso de produção ( $EXCPROD_{t-1}$ ), representado pela razão entre o ativo imobilizado e as vendas. A capacidade de superprodução requer um nível adequado de ativos operacionais, portanto entidades que possuem um imobilizado reduzido, não conseguem efetuar o GRR (Cupertino *et al.*, 2017). Zang (2007) afirma que quanto maior for o resultado dessa operação entre ativo imobilizado e vendas, maior será a representatividade do custo fixo do produto.

O Quadro 5 apresenta de forma resumida as variáveis relacionadas a esses custos.

**QUADRO 5 - VARIÁVEIS DOS CUSTOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ACCRUALS E DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS**

GRA		GRR	
Nome/Sigla	Métrica	Nome/Sigla	Métrica
Ativo operacional líquido ( $AOL_{t-1}$ )	ATL – Cx e equival. cx Recebe valor de 1 quando for menor que a mediana e 0, caso contrário	<i>Market Share</i> ( $MKTS_{t-1}$ )	$\frac{\text{Vendas da entidade}}{\text{Vendas setoriais}}$
Ciclo operacional ( $CICLOP_{t-1}$ )	TMCR + TMEstoque – TMObrig.	Saúde financeira ( $SF_{t-1}$ )	$\frac{\text{FCO}}{\text{Dívida total}}$
Empresa de auditoria <i>Big Four</i> ( $BIG4_t$ )	Recebe valor de 1 quando auditada por empresa <i>Big Four</i> e 0, caso contrário	Excesso de produção ( $EXCPROD_{t-1}$ )	$\frac{\text{Ativo imobilizado}}{\text{Vendas}}$

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota: GRA = gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR = gerenciamento de resultados por atividades reais; ATL = ativos totais; Cx = caixa; equival. cx = equivalente de caixa; TMCR = tempo médio de liquidação de contas a receber; TMEstoque = tempo médio de estoque; TMObrig. = tempo médio de liquidação de obrigações a pagar; FCO = fluxo de caixa operacional.

### 3.2.4 Variáveis independentes de controle

As variáveis de controle são incluídas para controlar o efeito que pode afetar o GRA e o GRR, mas sem estar diretamente relacionadas aos custos de GRA e o GRR. Elas são representadas pela rentabilidade, tamanho, crescimento e setor.

A rentabilidade é dada pelo Retorno sobre os Ativos ( $ROA_{t-1}$ ). Alguns autores indicam que empresas com uma rentabilidade maior possuem menos incentivos para o gerenciamento de resultados (Gong *et al.*, 2008). Enquanto outros, tais como Francis *et al.* (2005) e Dimitras *et al.* (2015), afirmam que a rentabilidade pode servir como um *benchmark*, fazendo com que a empresa busque sua manutenção e conseqüentemente aumente o incentivo ao uso do gerenciamento de resultados. Desta forma, a rentabilidade pode ter tanto um efeito positivo quanto negativo no gerenciamento de resultados.

O tamanho ( $TAM_t$ ) é medido pelo logaritmo natural do ativo. Watts e Zimmerman (1978) afirmam que companhias maiores chamam maior atenção da alta gestão por estarem mais inseridas no mercado, fazendo com que haja menos interesse no uso do gerenciamento de resultados. Empresas maiores possuem controles internos robustos, mecanismos de governança corporativa mais estruturados, realizam operações mais previsíveis e estáveis, proporcionando menores índices de gerenciamento de resultados (Dechow & Dichev, 2002; Kim *et al.*, 2003). Desta forma, espera-se que o tamanho da empresa apresente uma relação negativa com o gerenciamento de resultados.

Para o crescimento foi utilizado o índice *Market-to-Book* ( $MTB_{t-1}$ ). Empresas com um índice *Market-to-Book* alto indicam uma alta expectativa nos resultados futuros da companhia, fazendo com que além de atender as expectativas dos acionistas também abram caminho para a manipulação oportunista dos gestores por meio do gerenciamento de resultados (Almeida *et al.*, 2011). As empresas com ensejo de crescimento são mais penalizadas pelo mercado de ações quando perdem os limites de lucros, sendo provável que irão experimentar maior uso do gerenciamento de resultados (Skinner & Sloan, 2002; Roychowdhury, 2006). Assim, a variável ( $MTB_{t-1}$ ) é dada pela relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial, e espera-se que haja uma relação positiva entre ela e o gerenciamento de resultados.

A variável setor ( $SETOR_t$ ) é caracterizada por oito *dummies*, visto que a amostra do estudo é composta por nove setores conforme classificação “Setor Econômico Bovespa” dada pela Economatica®. Desta forma, foi criada uma *dummy* para cada setor, utilizando o setor “Utilidade pública” como setor de referência. Segundo Healy e Wahlen (1999), setores com monitoramento regulatório relacionado à informação contábil possuem maior incentivo para o gerenciamento de resultados. Enquanto Martinez (2001) aponta que existe distinção de nível de gerenciamento de resultados entre os setores, Coelho e Lopes (2007) evidenciam o contrário.

Para evidenciar o *trade-off* foi utilizado uma variável denominada lucro pré-gerenciado ( $LPG_t$ ) que controla a diferença entre o lucro declarado e o lucro alvo, calculado como o lucro

operacional subtraído dos efeitos do GRA e do GRR, pois de acordo com Cupertino *et al.* (2017) quanto maior o lucro antes da manipulação dos gestores, menor é a necessidade do uso de gerenciamento de resultados. Por fim, tem-se o volume inesperado de GRR (INESPGRR<sub>t</sub>), gerado pelo erro da regressão da equação (10) e utilizado na equação (11), que indica que quando houver um nível inesperado de gerenciamento de resultados por atividades reais menor será o uso do gerenciamento de resultados por *accruals* (Zang, 2012). O Quadro 6 demonstra as variáveis de controle de forma resumida.

**QUADRO 6 - VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE**

<b>Sigla</b>	<b>Descrição</b>	<b>Métrica</b>	<b>Sinal esperado</b>
ROA <sub>t-1</sub>	Rentabilidade da empresa no ano (t-1)	$\frac{\text{Lucro líquido}_{t-1}}{\text{Ativo total}_{t-1}}$	(+/-)
TAM <sub>t</sub>	Tamanho da empresa no ano t	ln Ativo total <sub>t</sub>	(-)
MTB <sub>t-1</sub>	Índice <i>Market-to-Book</i> da empresa no ano (t-1)	$\frac{\text{Valor de mercado}_{t-1}}{\text{Valor patrimonial}_{t-1}}$	(+)
SETOR <sub>t</sub>	<i>Dummy</i> setorial da empresa no ano t	s-1 <i>dummies</i> , em que s é o número total de setores da amostra	
LPG <sub>t</sub>	Lucro pré-gerenciado no ano t	Lucro oper <sub>t</sub> - Efeito GRA <sub>t</sub> e GRR <sub>t</sub>	(-)
INESPGRR <sub>t</sub>	Volume inesperado de GRR no ano t	Obtido por meio do erro da regressão da equação (10)	(-)

Fonte: Elaborado pela autora.

### 3.3 Modelos Empíricos

#### 3.3.1 Modelos empíricos para H1 e H2

Para a análise da hipótese 1 de que há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals* em empresas abertas não financeiras, foi utilizado o modelo representado pela equação (8).

$$\text{GRA}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{DRC}_{it} + \sum \beta_{2,j} \text{Controle}_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

A equação (8) foi rodada duas vezes, a fim de identificar a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso com o gerenciamento de resultados por *accruals* e, depois, a relação do *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante com este mesmo tipo de manipulação.

Para a análise da hipótese 2, de que há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais em empresas abertas não financeiras, foi utilizado o modelo representado pela equação (9).

$$GRR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DRC_{it} + \sum \beta_{2,j} \text{Controle}_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Assim como na equação (8), a equação (9) foi rodada duas vezes por conta dos dois tipos de *disclosure* de gestão de riscos corporativos.

### 3.3.2 Modelos empíricos para o *trade-off*

Para a análise do *trade-off*, que representa a hipótese 3 de que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre GRA e GRR, foram utilizadas as equações (10) e (11).

$$GRR_t = \beta_0 + \sum_k \beta_{1,k} \text{Custos do GRR}_{k,t} + \sum_l \beta_{2,l} \text{Custos do GRA}_{l,t} + \sum_m \beta_{3,m} \text{Controle}_{m,t} + \beta_4 DRC_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

$$GRA_t = \gamma_0 + \sum_k \gamma_{1,k} \text{Custos do GRA}_{k,t} + \sum_l \gamma_{2,l} \text{Custos do GRR}_{l,t} + \gamma_3 \text{INESPGRR}_t + \sum_m \gamma_{4,m} \text{Controle}_{m,t} + \gamma_5 DRC_t + v_t \quad (11)$$

Da mesma forma que nas equações anteriores, a equação (10) foi rodada duas vezes, devido ao uso das duas variáveis de *disclosure* de gestão de riscos corporativos (rigoroso e tolerante), representadas por (DRC). A equação (11) também foi rodada duas vezes, pelos mesmos motivos supracitados e pelos erros advindos das estimações da equação (10), expresso pela variável INESPGRR.

Os subscritos “k”, “l” e “m” estão relacionados aos índices que especificam cada conjunto de variável que faz parte de em determinado somatório. O “k” é o índice que representa a soma do conjunto das variáveis envolvendo o custo do gerenciamento que está sendo usado

na equação desde a primeira empresa até a última. O “l” é o índice que representa a soma de todo o conjunto das variáveis relacionadas aos custos do outro tipo de gerenciamento e, finalmente, o “m” é o índice que define a soma de todo o conjunto das variáveis de controle de todas as empresas.

Além disso, a escolha desses subscritos segue uma ordem alfabética. Como “i” representa a denotação de empresa para a estrutura das equações, a próxima letra seria o “j”, que já está representado nas equações (8) e (9) para relacionar a soma das variáveis de controles para todas as empresas nessas estruturas de equações citadas. Na sequência aparecem as letras “k”, “l” e “m” para seguir a proposta levantada das equações (10) e (11).

Zang (2012), define o comportamento esperado para os vetores e variáveis dispostas nas equações (10) e (11). Para os coeficientes  $\beta_1$  e  $\gamma_1$ , se espera um sinal negativo, pois quanto maiores os custos inerentes a cada método, menor deve ser o efeito nas variáveis dependentes. Já para os coeficientes  $\beta_2$  e  $\gamma_2$  se espera um sinal positivo, pois quando o custo do outro método for alto, as entidades irão optar pela outra metodologia e assim potencializá-la.

No coeficiente  $\gamma_3$ , de acordo com Zang (2012) e Cupertino *et al.* (2017), o sistema de equações incorpora o *trade-off* entre as metodologias, em uma lógica unidirecional, onde o GRA ocorre após o GRR. Desta forma, o GRR é impactado pelos custos de ambos os métodos, mas não pelo montante realizado em GRA, todavia o GRA é impactado pelos custos de ambos os métodos e pelos resultados não esperados de GRR. Como se pressupõe que haja um *trade-off* entre elas, com o excesso de GRR reduzindo o GRA, espera-se que o coeficiente  $\gamma_3$ , seja negativo.

Por fim, para a variável de interesse representada pelo *disclosure* de gestão de riscos corporativos, coeficientes  $\beta_4$  e  $\gamma_5$ , se espera um sinal positivo e negativo, respectivamente. A evidenciação de gestão de riscos corporativos atua na redução da assimetria informacional, permitindo maior transparência nas informações divulgadas tanto para a empresa numa visão holística, quanto para os usuários externos. Além disso, a divulgação de gestão de riscos corporativos funciona como um meio que pode afetar a qualidade da informação contábil, por meio do gerenciamento de resultados, métrica que surgiu no âmbito do conflito de agência.

Visto que o gerenciamento de resultados pode ocorrer de forma *ex ante* com o gerenciamento de resultados por atividades reais e *ex post* com o gerenciamento de resultados por *accruals* (Abernathy *et al.*, 2014), a divulgação de gestão de riscos corporativos pode acabar prevendo possíveis problemas relacionados às atividades operacionais da empresa, induzindo ao maior uso do gerenciamento de resultados por atividades reais. Por outro lado, a divulgação

de gestão de riscos corporativos permite uma compreensão mais adequada dos choques futuros nos fluxos de caixa, incorporando as informações inerente ao risco nas escolhas relacionadas aos *accruals*, fazendo com que haja menos uso do gerenciamento de resultados por *accruals* (Johnston & Soileau, 2020).

Outro fator que contribui na espera em obter um sinal positivo no coeficiente  $\beta_4$  e negativo em  $\gamma_5$  é que o uso do gerenciamento de resultados por atividades reais se intensifica, pois torna o gerenciamento de resultados por *accruals* mais fácil de detecção (Ewert & Wagenhofer, 2005). Ou seja, os gestores preferem fazer uso do gerenciamento de resultados por atividades reais, pois o gerenciamento de resultados por *accruals* sofre um escrutínio por parte dos auditores (Zang, 2012).

### 3.4 Técnicas Estatísticas Utilizadas

Em relação às técnicas estatísticas utilizadas foram englobados métodos de estatística univariada, bivariada e multivariada. As análises univariada e bivariada são análises para entender a predisposição dos dados do estudo e a análise multivariada foi utilizada para analisar as hipóteses.

A análise univariada foi feita por meio da estatística descritiva categorizada por quartis representados pelas variáveis dependentes, que tanto nas hipóteses 1 e 2 são as variáveis de gerenciamento de resultados. Além disso foi evidenciado a média, mediana, desvio padrão das variáveis e o tamanho da amostra. Foi operacionalizada a técnica de normalidade da amostra, dada pelo teste de Shapiro-Wilk, visto que a amostra se encontra entre 4 e 2.000 observações (Fávero e Belfiore, 2017).

A análise bivariada foi dada por meio do coeficiente de correlação, que se trata de uma medida da força e direção de uma relação linear entre duas variáveis (Larson & Farber, 2010). Em seguida foi necessário identificar se este coeficiente de correlação da amostra fornece evidências significantes por meio do teste de significância.

Neste estudo foi utilizada a correlação de Spearman, por trabalhar com uma amostra que não se enquadra nas hipóteses de normalidade e a correlação de Pearson, para trazer uma robustez aos resultados, considerando o pressuposto da linearidade (Field, 2009; Fávero & Belfiore, 2017).

Relacionado à etapa da estatística multivariada foram testados o modelo de dados em painel sob efeitos aleatórios, com o teste de Hausman e a técnica de modelagem dos

*Generalized Least Squares* (GLS) para identificar o melhor modelo para ser utilizado. Optou-se por usar o GLS, por ser um modelo mais robusto envolvendo variabilidade (Wooldridge, 2006), e por ter apresentado melhores coeficientes e menor erro padrão.

Kmenta (1990) afirma que, em dados em painel, geralmente o comportamento dos distúrbios sobre as unidades de seção transversal é diferente do comportamento dos distúrbios de uma determinada unidade de seção transversal ao longo do tempo. Diante disso, uma ou mais suposições associadas ao modelo linear usual podem ser violadas em dados agrupados e os erros no modelo agrupado podem ser heterocedásticos e autocorrelacionados, apresentando correlação contemporânea (Fomby *et al.*, 1984).

Devido a estes fatores, Fomby *et al.* (1984) complementam, afirmando que o estimador de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) provavelmente será tendencioso e ineficiente e a GLS acaba se tornando uma técnica de estimativa apropriada, visto que é uma técnica que leva em consideração a heterocedasticidade transversal e as correlações seriais, produzindo melhores estimativas dos parâmetros do modelo (Clarkson *et al.*, 2004).

Na mesma linha, Greene (2007) afirma que sob a violação de normalidade, as estimativas de regressão MQO são inúteis. Os erros padrão avaliados são tendenciosos e incompatíveis e, portanto, as análises dos achados estatísticos são tendenciosas. A regressão GLS compensa o viés da variável omitida, bem como a incidência de heterocedasticidade e autocorrelação em dados de séries temporais agrupadas.

Para rodar a GLS as variáveis de controle e as variáveis envolvendo os custos associados aos dois gerenciamentos de resultados utilizados na pesquisa foram *winsorizadas* 1% nos limites inferiores e superiores (1° e 99° percentis). As variáveis binárias não tiveram esta *winsorização*. Em seguida foi realizado o teste não paramétrico de Wilcoxon-Mann-Whitney para verificar se houve diferenças entre os quartis extremos (1° e 4°) e o teste paramétrico de t de Student.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta sessão será apresentado os resultados das duas variáveis independentes, *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso e tolerante. Referente ao gerenciamento de resultados serão apresentados os resultados envolvendo o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais total.

### 4.1 Estatística Univariada do *Disclosure* de Gestão de Riscos Corporativos

A análise univariada foi feita por meio da categorização da variável independente, *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso e tolerante, por ano e por setor, a fim de detectar o grau de cumprimento das exigências da Instrução n. CVM 480/2009, com alteração dada pela Instrução CVM n. 586/2017, conforme pode ser visto na Tabela 2.

**TABELA 2 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS POR ANO**

<b>Painel A: Estatística descritiva do <i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos rigoroso (DRCRig) por ano</b>						
<b>Ano</b>	<b>N</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio P.</b>	<b>P 10</b>	<b>P 90</b>
2012	167	0.4063	0.4666	0.1799	0.1333	0.6000
2013	173	0.4238	0.4666	0.1780	0.1333	0.6000
2014	172	0.4340	0.4666	0.1619	0.2000	0.6000
2015	175	0.4469	0.4666	0.1601	0.2000	0.6000
2016	162	0.6992	0.7894	0.2339	0.3333	0.9000
2017	167	0.4223	0.4705	0.1306	0.2058	0.5454
2018	175	0.7309	0.8529	0.2555	0.2941	0.9411
2019	180	0.7787	0.8768	0.2269	0.4264	0.9682
2020	182	0.8190	0.9062	0.2096	0.5294	0.9696
<b>Total</b>	<b>1553</b>	<b>0.5763</b>	<b>0.5333</b>	<b>0.2587</b>	<b>0.2142</b>	<b>0.9354</b>
<b>Painel B: Estatística descritiva do <i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos tolerante (DRCTol) por ano</b>						
<b>Ano</b>	<b>N</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio P.</b>	<b>P 10</b>	<b>P 90</b>
2012	167	0.4818	0.5833	0.2001	0.1538	0.6428
2013	173	0.5009	0.5833	0.1963	0.1538	0.6428
2014	172	0.5158	0.5833	0.1748	0.2142	0.6428
2015	175	0.5293	0.5833	0.1703	0.2857	0.6428
2016	162	0.8326	1.0000	0.2594	0.4000	1.0000
2017	167	0.4626	0.5172	0.1358	0.2187	0.5625
2018	175	0.8229	0.9687	0.2675	0.3333	1.0000
2019	180	0.8692	1.0000	0.2310	0.5312	1.0000
2020	182	0.9075	1.0000	0.2015	0.6451	1.0000
<b>Total</b>	<b>1553</b>	<b>0.6608</b>	<b>0.6153</b>	<b>0.2758</b>	<b>0.2812</b>	<b>1.0000</b>

Fonte: Elaborada pela autora.

Observa-se que ao longo do tempo as empresas melhoraram a sua divulgação de gestão de riscos corporativos, permitindo afirmar que, conforme os anos passaram, as empresas foram entendendo a real necessidade de divulgação dos riscos inerentes à organização e sua gestão, o que permite uma melhor tomada de decisão por parte dos *stakeholders* bem como uma maior transparência quanto às informações da empresa.

No ano de 2017 percebe-se que as empresas tiveram uma queda em sua divulgação de riscos corporativos, apresentando-se em 42.23% para DRCRig e 46.26% para DRCTol. Isso pode ter se dado pelo fato de que muitas empresas, mesmo com a Instrução CVM n. 586/2017 já vigente, tiveram dificuldades para sua implementação no primeiro ano de vigência.

A partir de 2018, já com alteração da Instrução CVM n. 480/2009 dada pela Instrução CVM n. 586/2017 consolidada, as empresas voltaram a ter uma crescente na divulgação dos elementos de gestão de riscos corporativos, apresentando índices ainda maiores do que havia sido evidenciado antes da alteração desta legislação. Com isso é possível observar que após a mudança desta legislação as empresas elevaram o nível de importância dado à gestão de riscos corporativos.

É possível observar ainda que ao passo que houve empresas do nível de governança “Bovespa Mais” que divulgaram poucos itens referente à gestão de riscos corporativos, alcançando uma porcentagem de aproximadamente 13%, houve outras empresas, do mais alto nível de governança “Novo Mercado”, que divulgaram praticamente todos os itens relacionados à legislação da gestão de riscos corporativos, chegando a 100% de divulgação. Ressalte-se que o fato de haver um índice de 100% de divulgação não quer dizer que houve uma divulgação de todos os itens, mas sim de quase todos os itens, pois, conforme o índice tolerante, os “itens não divulgados” (IND) não entram para este cálculo, o que traz uma menor penalidade na divulgação dos itens em questão por parte das companhias e consequentemente possibilitando às empresas chegarem a um nível máximo de divulgação.

Ainda na análise descritiva do *disclosure* de gestão de riscos corporativos, a Tabela 3 mostra como se comporta esta variável em cada setor selecionado. Isso permite identificar se existem setores mais favorecidos pela divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos que outros. Percebe-se que o setor com maior divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos foi o setor de “Petróleo, gás e biocombustíveis” com 67.53% para DRCRig e 75.99% para DRCTol de itens divulgados. Já o setor com menor divulgação foi o setor de “Comunicações” com 46.63% e 53.68%, respectivamente para DRCRig e DRCTol.

**TABELA 3 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS POR SETOR**

<b>Painel A: Estatística descritiva do <i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos rigoroso por setor</b>						
<b>Setor</b>	<b>N</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio P.</b>	<b>P 10</b>	<b>P 90</b>
Bens industriais	277	0.5186	0.5151	0.2636	0.1538	0.9117
Comunicações	30	0.4663	0.5019	0.3097	0.0000	0.8529
Consumo cíclico	441	0.5673	0.5333	0.2378	0.2352	0.9090
Consumo não cíclico	125	0.6414	0.5714	0.2321	0.3823	0.9687
Materiais básicos	187	0.5325	0.5294	0.2916	0.0666	0.9375
Petróleo, gás e biocombustíveis	56	0.6753	0.7208	0.2155	0.4666	0.9117
Saúde	93	0.6249	0.5757	0.2561	0.3000	0.9090
Tecnologia da informação	25	0.6300	0.6000	0.2365	0.2941	0.9687
Utilidade pública	319	0.6134	0.5588	0.2576	0.3333	0.9393
<b>Total</b>	<b>1553</b>	<b>0.5763</b>	<b>0.5333</b>	<b>0.2587</b>	<b>0.2142</b>	<b>0.9354</b>
<b>Painel B: Estatística descritiva do <i>Disclosure</i> de gestão de riscos corporativos tolerante por setor</b>						
<b>Setor</b>	<b>N</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio P.</b>	<b>P 10</b>	<b>P 90</b>
Bens industriais	277	0.6092	0.6153	0.2898	0.1818	1.0000
Comunicações	30	0.5368	0.5833	0.3553	0.0000	0.9838
Consumo cíclico	441	0.6592	0.6153	0.2504	0.3181	1.0000
Consumo não cíclico	125	0.6975	0.6153	0.2388	0.4166	1.0000
Materiais básicos	187	0.6053	0.5833	0.3048	0.1538	1.0000
Petróleo, gás e biocombustíveis	56	0.7599	0.8062	0.2250	0.5172	1.0000
Saúde	93	0.6971	0.6153	0.2841	0.3333	1.0000
Tecnologia da informação	25	0.7342	0.6428	0.2202	0.4444	1.0000
Utilidade pública	319	0.7039	0.6153	0.2778	0.3913	1.0000
<b>Total</b>	<b>1553</b>	<b>0.6608</b>	<b>0.6153</b>	<b>0.2758</b>	<b>0.2812</b>	<b>1.0000</b>

Fonte: Elaborada pela autora.

<sup>a</sup> Dentro do setor Consumo cíclico estão as empresas de construção civil, de ensino e arte, indústrias têxteis, automobilísticas e de bens, comércio varejista, locação e de transporte.

<sup>b</sup> Dentro do setor de Consumo não cíclico estão as empresas de comércio e indústria agropecuária e de alimentos.

Em linhas gerais, pode-se dizer que o nível de divulgação dos riscos das empresas listadas na B3 é intermediário, apresentando uma média de 0.5763 para DRCRig e 0.6608 para DRCTol. Desta forma, do total de itens que as empresas são obrigadas a divulgar, elas divulgam cerca de 60% dos itens no critério rigoroso e aproximadamente 66% dos itens no critério tolerante. Pode-se inferir que as empresas ainda não apresentam uma preocupação tão grande quanto à transparência dessas informações para atender aos usuários da informação contábil, mas estão caminhando para apresentarem o máximo de informações possíveis a respeito dos riscos corporativos, estando em um nível intermediário de preocupação com essa divulgação.

Por meio dos estudos de Santos *et al.* (2014), Umbelino *et al.* (2020) e Silva (2020) foi possível comparar os resultados apresentados com os resultados evidenciados por estes autores supracitados. Ao utilizar a mesma métrica de *disclosure*, Santos *et al.* (2014) avaliaram o grau de conformidade (*compliance*) das empresas com a divulgação requerida pelo padrão das IFRS no primeiro ano, 2010, de sua adoção plena obrigatória no Brasil, e encontraram baixos níveis de conformidade com a divulgação requerida, enfatizando a importância que é preciso dar para as condições de suporte institucional para reforçar mecanismos de *enforcement* e alcançar benefícios econômicos esperados pela adoção padrão internacional.

Umbelino *et al.* (2020) também utilizaram uma métrica semelhante a utilizada nesta pesquisa referente ao *disclosure* ao estudar o nível de *disclosure* decorrente da adesão ao Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro (PROFUT), pelos clubes de futebol, e sua relação com o desempenho econômico-financeiro e esportivo no decorrer dos anos de 2015 e 2016. O estudo detectou que não houve melhoria na divulgação da adesão ao PROFUT, não detectando assim benefícios no desempenho econômico-financeiro.

Já no estudo de Silva (2020), que utilizou a métrica mais próxima da referida nesta pesquisa, ao analisar a relação entre o nível de governança corporativa e o nível de *disclosure* de gerenciamento de riscos nas companhias brasileiras listadas na B3, no período de 2016 a 2018, identificou-se que à medida que as empresas avançam em termos de governança corporativa, elas tendem a manter um nível elevado na divulgação de gestão de riscos corporativos. Isso permite reduzir o conflito de agência entre *insiders* e *outsiders*, proporcionando maior conhecimento dos riscos envolvidos nas organizações e como estas os gerenciam.

Percebe-se que à medida que mais anos são implementados na utilização dessa técnica de determinação do *disclosure* é possível detectar uma melhoria no índice de divulgação por parte das empresas. Ao utilizar apenas um ano de análise, o nível de divulgação se manteve em níveis baixos, conforme apontado por Santos *et al.* (2014). Ao aumentar para uma análise de dois anos, Umbelino *et al.* (2020) encontraram um *disclosure* um pouco maior que o estudo anterior, e em um estudo envolvendo mais de dois, como este estudo em questão, detectou-se um valor de *disclosure* um pouco superior, na casa dos 60% mais ou menos, variando entre 57% e 66%.

Outra questão que esta pesquisa apresenta quando se fala especificamente do *disclosure* de gestão de riscos corporativos é quanto ao salto que os índices dão antes da alteração da

Instrução CVM n. 480/2009 pela Instrução CVM 586/2017 para depois desta alteração. Observa-se que antes da alteração da legislação as empresas não tinham uma preocupação tão grande de divulgação dos riscos, se mantendo com um índice na casa dos 40 a 50% mais ou menos, já após a alteração desta instrução o índice de divulgação dos riscos inerentes a empresa aumentou para cerca de 70 a 80%. Isso pode ser explicado pelo fato de que a Instrução CVM n. 586/2017 implementou novos itens a serem divulgados, preocupando não só com os riscos corporativos, mas também com a forma de mitigação, controle e gestão destes riscos, corroborando para uma maior transparência para a organização e melhor capacidade de inserir estas informações na tomada de decisão da empresa e dos *stakeholders*.

Além disso, estudar a divulgação da gestão de riscos corporativos em um período que englobe tanto a pré-alteração da legislação em questão quanto a pós alteração permite verificar a progressão e a importância que as instituições vêm dando a este tema. Isso demonstra a evolução que as empresas apresentam para agregar confiança em suas informações, principalmente para os usuários de informações externos.

#### **4.2 Estatística Univariada do *Disclosure* de Gestão de Riscos Corporativos e das Variáveis de Controle**

A Tabela 4 mostra a análise do *disclosure* de gestão de riscos corporativos e das variáveis de controle categorizadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals* (Painel A) e por atividades reais (Painel B). É possível ver o número de observação da amostra, bem como o comportamento quanto à normalidade dos dados e diferenças de médias e medianas.

No Painel A observa-se que as empresas que possuem maiores níveis de *disclosure* de gestão de riscos corporativos estão nos níveis mais inferiores de gerenciamento de resultados por *accruals* (1º e 2º quartis). Com esses resultados a tendência é não suportar a hipótese de que há uma relação negativa entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*, visto que a evidência apresentada foi que as empresas da amostra que fazem uma divulgação de gestão de riscos corporativos tendem a utilizar mais do gerenciamento de resultados por *accruals*. Porém a hipótese só será rejeitada ou não com a análise envolvendo a regressão proposta a ela.

**TABELA 4 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA CATEGORIZADA PELO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS**

<b>Panel A: Categorização por gerenciamento de resultados por <i>accruals</i></b>						
<b>Quartis</b>	<b>Estatística</b>	<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
1° Quartil	n	389	389	389	389	389
	Média	0.5853	0.6687	0.0175	15.1378	11.8367
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0215	15.1289	12.1724
	Desvio P.	0.2644	0.2773	0.1036	1.7727	2.8147
2° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5868	0.6740	0.0338	15.4734	12.5558
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0391	15.3602	12.7451
	Desvio P.	0.2479	0.2673	0.0773	1.7455	2.2682
3° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5721	0.6548	0.0355	15.2533	12.3482
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0339	15.3498	12.7235
	Desvio P.	0.2655	0.2841	0.0782	1.6680	2.4438
4° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5608	0.6457	0.0281	14.9996	12.2137
	Mediana	0.5303	0.5833	0.0400	15.1460	12.5200
	Desvio P.	0.2568	0.2742	0.0872	1.6636	2.5432
<b>Teste de normalidade</b>		<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
Shapiro-Wilk		0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000
<b>Testes para diferenças</b>		<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
Mann-Whitney		0.1665	0.1254	0.0064	0.6376	0.0749
t de Student		0.1909	0.2441	0.1229	0.2629	0.0505
<b>Panel B: Categorização por gerenciamento de resultados por atividades reais</b>						
<b>Quartis</b>	<b>Estatística</b>	<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
1° Quartil	n	389	389	389	389	389
	Média	0.5699	0.6517	0.0599	14.9285	12.6649
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0601	15.0338	12.9096
	Desvio P.	0.2610	0.2802	0.0717	1.7170	2.4199
2° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5617	0.6507	0.0254	15.4215	12.3716
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0399	15.4203	12.7821
	Desvio P.	0.2668	0.2888	0.1153	1.8477	2.5821
3° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5854	0.6742	0.0162	15.3799	12.1429
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0232	15.4201	12.5064
	Desvio P.	0.2530	0.2701	0.0689	1.6932	2.5217
4° Quartil	n	388	388	388	388	388
	Média	0.5881	0.6666	0.0133	15.1348	11.7729
	Mediana	0.5333	0.6153	0.0180	15.2337	11.9553
	Desvio P.	0.2537	0.2637	0.0780	1.5723	2.5454
<b>Teste de normalidade</b>		<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
Shapiro-Wilk		0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000
<b>Testes para diferenças</b>		<b>DRCRig</b>	<b>DRCTol</b>	<b>ROA</b>	<b>TAM</b>	<b>MTB</b>
Mann-Whitney		0.2740	0.7183	0.0000	0.0460	0.0000
t de Student		0.3245	0.4444	0.0000	0.0810	0.0000

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRA = gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR = gerenciamento de resultados por atividades reais; DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; ROA = rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = crescimento da empresa; n = número de observações.

<sup>a</sup> Para o teste Shapiro-Wilk, Mann-Whitney e t de Student foi apresentado o *p-value*.

Nos resultados apresentados no Painel B da Tabela 4, as empresas que possuem maior *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso e tolerante estão nos níveis superiores do gerenciamento de resultados por atividades reais (3º e 4º quartis), seguindo tendências diferentes da apresentada no envolvimento da divulgação dos riscos corporativos com o gerenciamento de resultados por *accruals*. Esses resultados sugere uma tendência de suportar a segunda hipótese da pesquisa, de que há uma relação positiva entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais, uma vez que se pretende observar uma relação positiva na análise desses dados, mas as conclusões finais só podem ser afirmadas na análise da regressão.

Para as variáveis de controle, no Painel A, é possível observar que os maiores valores de rentabilidade, tamanho e crescimento estão concentrados nos níveis centrais do gerenciamento de resultados por *accruals* (2º e 3º quartis). No Painel B, os maiores valores de rentabilidade e crescimento estão concentrados no menor nível de gerenciamento de resultados por atividades reais (1º quartil). Já para o tamanho, os maiores valores estão dispostos no segundo menor nível do gerenciamento de resultados por atividades reais (2º quartil).

Além disso, a amostra obteve um total de 1553 observações, visto que as empresas que não apresentaram alguns dos dados em questão foram excluídas, permanecendo um total de 182 empresas ao longo de 9 anos. Quanto ao teste de normalidade da amostra, o teste de Shapiro-Wilk identificou que a amostra do estudo não possui normalidade em seus dados, uma vez que seu *p-value* para todas as variáveis se manteve em 0.0000 e para dados que apresentam um *p-value* menor que 0.05 em seu teste de normalidade automaticamente se rejeita a hipótese nula de que os dados seguem distribuição normal.

#### **4.3 Estatística Bivariada Envolvendo as Variáveis de Estudo**

Para análise da estatística bivariada foi desenvolvida a correlação de Spearman, pelo fato de os dados não apresentarem normalidade. Como teste de robustez foi realizado também a correlação de Pearson. Os dados são apresentados conforme Tabela 5, em que a correlação de Spearman é vista pelo triângulo inferior, enquanto a de Pearson, pelo triângulo superior.

**TABELA 5 - CORRELAÇÃO DE SPEARMAN (TRIÂNGULO INFERIOR) E PEARSON (TRIÂNGULO SUPERIOR)**

Variáveis	GRA	GRR <sub>TOTAL</sub>	DRCRig	DRCTol	ROA	TAM	MTB
GRA	1	-0.0184	-0.0772***	-0.0731***	0.0676***	-0.0320	0.0576**
GRR <sub>TOTAL</sub>	-0.0216	1	0.0235	0.0242	-0.1918***	0.0251	-0.1335***
DRCRig	-0.0548**	0.0306	1	0.9694***	0.0624**	0.4029***	0.3521***
DRCTol	-0.0596**	0.0110	0.9501***	1	0.0672***	0.3547***	0.3302***
ROA	0.0723***	-0.3048***	0.0462*	0.0728***	1	0.0773***	0.3067***
TAM	-0.0242	0.0426*	0.4083***	0.3598***	0.0534**	1	0.6477***
MTB	0.0423*	-0.1365***	0.3553***	0.3208***	0.3600***	0.6922***	1

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRA = gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR<sub>TOTAL</sub> = gerenciamento de resultados por atividades reais total, que foi obtido pela soma dos resíduos dos três modelos de Roychowdhury (2006); DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; ROA = rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = crescimento da empresa.

\* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

Observa-se que os resultados apresentados para a correlação de Spearman não seguem a tendência do que foi apresentado na estatística descritiva, uma vez que a tendência apresentada é que o *disclosure* de gestão de riscos corporativos se correlaciona negativamente com o gerenciamento de resultados por *accruals*, com significância de 5%, dando indícios para suporte da primeira hipótese do estudo, de que há uma relação negativa entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*.

Para as variáveis de controle é possível observar que a rentabilidade e o crescimento estão positivamente correlacionados com o gerenciamento de resultados por *accruals*. Já a variável tamanho não manteve correlação significativa.

A associação entre *disclosure* de gestão de riscos corporativos e gerenciamento de resultados por atividades reais se mantiveram positiva, porém sem nenhuma significância. Dentre os três modelos desse tipo de gerenciamento o único que se manteve significativo foi o modelo envolvendo as despesas discricionárias (dados não tabulados). Estes resultados não seguem a tendência proposta para análise da segunda hipótese, de que há uma relação positiva entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais.

Analisando as variáveis de controle observa-se que a rentabilidade e o crescimento apresentaram uma correlação negativa e significativa com o gerenciamento de resultados por atividades reais. Já o tamanho apresentou associação positiva e com significância.

Comparando os resultados da correlação de Spearman com os da correlação de Pearson é possível observar que a correlação do *disclosure* de gestão de riscos corporativos com o gerenciamento de resultados na correlação de Pearson teve parâmetros bem semelhantes com a correlação de Spearman. Os resultados apresentaram-se negativamente correlacionados quando se tratando dos dois critérios de *disclosure* e o GRA e positivamente correlacionados entre os dois critérios de *disclosure* e o GRR, apresentando significância apenas na associação do primeiro.

Nas variáveis de controle, representadas pela rentabilidade, tamanho e crescimento, a tendência foi a mesma apresentada que na correlação de Spearman, tanto para o gerenciamento de resultados por *accruals* quanto para o gerenciamento de resultados por atividades reais.

#### 4.4 Estatística Multivariada para Análise da Hipótese 1 e 2

A Tabela 6 mostra os resultados obtidos por meio da equação (8) para análise da primeira hipótese, que envolve a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*.

**TABELA 6 - REGRESSÃO ENVOLVENDO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR *ACCRUALS***

Variáveis	GRA	Variáveis	GRA
DRCRig	-0.0307*** (0.0090)	DRCTol	-0.0257*** (0.0083)
ROA	0.0541* (0.0322)	ROA	0.0550* (0.0322)
TAM	-0.0046*** (0.0019)	TAM	-0.0050** (0.0019)
MTB	0.0043** (0.0012)	MTB	0.0043*** (0.0012)
Const.	0.0397* (0.0236)	Const.	0.0453** (0.0234)
Controle por setor	Sim	Controle por setor	Sim
n	1553	n	1553
Prob F.	0.0000	Prob F.	0.0000

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRA = gerenciamento de resultados por *accruals*; DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; ROA = representa a rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = representa o crescimento da empresa.

<sup>a</sup> Os resultados da tabela foram obtidos por meio da equação:  $GRA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DRC_{it} + \sum \beta_{2,j} Controle_{jit} + \varepsilon_{it}$

<sup>b</sup> Significância estatística: \* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

Os resultados mostram que o maior *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso impacta em menos uso do gerenciamento de resultados. Isso quer dizer que as empresas que atendem ao nível de conformidade mínimo com a legislação de divulgação de gestão de riscos corporativos manipulam menos seus lucros com base no gerenciamento de resultados por *accruals*, atendendo a expectativa da hipótese de que há uma relação negativa entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*, pois os resultados obtiveram significância estatística a 1%.

Tais resultados seguem o mesmo que foi evidenciado por Olayinka *et al.* (2019) ao encontrarem relação negativamente significativa entre a divulgação de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Um fato curioso é que Olayinka utilizou empresas nigerianas, que apresentam a mesma característica do Brasil, de serem organizações com economia emergente, porém voltando suas análises apenas para instituições financeiras. Desta forma, percebe-se que a relação encontrada em empresas financeiras também segue para os demais setores da economia, mostrando que tanto internacionalmente quanto nacionalmente as empresas que aderem à maior divulgação de gestão de riscos corporativos apresentam uma melhor qualidade da informação contábil com menos uso do gerenciamento de resultados por *accruals*.

Os resultados evidenciados também seguiram a tendência do estudo de Johnston e Soileau (2020), que estabeleceram que empresas norte-americanas que fazem divulgação de gestão de riscos corporativos reduzem o uso do gerenciamento por *accruals*. Observa-se que mesmo seguindo características econômicas diferentes, as empresas brasileiras seguiram a mesma tendência de empresas economicamente mais desenvolvidas. O fato de os resultados apresentarem-se semelhantes não está na característica econômica das empresas, mas talvez esteja no fato de que, as exigências de divulgar os itens relacionados a gestão de riscos corporativos compromete mais o gestor levando-o a entender melhor os riscos, possibilitando melhor estimativa dos *accruals* e conseqüentemente uma diminuição do uso do gerenciamento de resultados por *accruals*.

Para os resultados da divulgação de gestão de riscos corporativos tolerante e o gerenciamento de resultados por *accruals* foi evidenciado que também há uma relação negativamente significativa a 1%. A evidência apontada com base nos resultados apresentados atende a expectativa da relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*, envolvendo o *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante, ou seja, empresas com um nível de conformidade máximo com a

legislação de divulgação de gestão de riscos corporativos manipulam menos seus lucros com base no gerenciamento de resultados por *accruals*.

Diante disso, observa-se que o resultado encontrado na análise entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals* se manteve inclusive quando se é parcimonioso na análise do *disclosure* de gestão de riscos corporativos, seguindo mais uma vez a tendência apresentada por Olayinka *et al.* (2019) e Johnston e Soileau (2020). Outro suporte encontrado na literatura para se alcançar este resultado é que a gestão de riscos corporativos das empresas pode diminuir a ação dos gestores no uso do gerenciamento de resultados por *accruals* (Nasih, 2014; Dewi, 2017), e isto pode ser estendido à divulgação de gestão de riscos corporativos, visto que uma vez divulgando informações a respeito do risco, as empresas podem proporcionar uma maior clareza nessas informações reportadas para todos os usuários de uma entidade e conseqüentemente traz uma simetria de informação entre estes usuários.

Pode-se afirmar então que, tanto as empresas que fazem uma divulgação de gestão de riscos corporativos mais rigorosa quanto as que são mais tolerantes na divulgação, ao evidenciarem estes riscos permitem que eles sejam incorporados as decisões da empresa e aos *stakeholders*, trazendo maior transparência quanto a suas informações e melhorando a qualidade da informação contábil, por meio da redução do uso do gerenciamento de resultados por *accruals*. Em resumo, pode-se dizer que a hipótese de que há uma relação negativa entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals* não é rejeitada.

Referente às variáveis de controle, é possível dizer que há um mesmo padrão tanto para o modelo envolvendo o *disclosure* rigoroso quanto para o tolerante. Para a rentabilidade a relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* se manteve positiva a uma significância de 10%. Para a variável tamanho, observa-se que ela se comporta de forma diferente da variável rentabilidade, apresentando relação negativa com o gerenciamento de resultados por *accruals* a uma significância de 1%. Quando se fala da variável crescimento, pode-se observar que a relação com o gerenciamento de resultados por *accruals* é positivamente significativa a 5%.

Estes resultados contribuem com a literatura afirmando que empresas que possuem alta rentabilidade tendem a ter mais incentivos para o gerenciamento de resultados (Dimitras *et al.*, 2015; Francis *et al.*, 2005). Geralmente as grandes empresas apresentam maiores níveis de governança e transparência e por isso perdem o interesse no mecanismo de gerenciamento de

resultados para manipulação de seus lucros, uma vez que realizam operações mais previsíveis e estáveis (Dechow & Dichev, 2002; Kim *et al.*, 2003; Watts & Zimmerman, 1978). Empresas com maior crescimento experimentam mais uso do gerenciamento de resultados quando perdem os limites dos lucros por penalização do mercado de capital (Skinner & Sloan, 2002; Roychowdhury, 2006).

Para a análise da segunda hipótese, relacionada a relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais, foi desenvolvida a Tabela 7. Os resultados apresentados nesta tabela foram obtidos por meio da equação (9), envolvendo o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais. Tais resultados evidenciaram uma relação positiva entre os dois critérios de divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais, porém sem significância. Isso torna inconclusivos os resultados para a segunda hipótese.

**TABELA 7 - REGRESSÃO ENVOLVENDO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS**

Variáveis	GRR <sub>TOTAL</sub>	Variáveis	GRR <sub>TOTAL</sub>
DRCRig	0.0196 (0.0208)	DRCTol	0.0252 (0.0191)
ROA	-0.5073*** (0.0742)	ROA	-0.5077 (0.0742)
TAM	0.0196*** (0.0046)	TAM	0.0194*** (0.0045)
MTB	-0.0145*** (0.0046)	MTB	-0.0146*** (0.0029)
Const.	-0.1357** (0.0544)	Const.	-0.1367** (0.0538)
Controle por setor	Sim	Controle por setor	Sim
n	1553	n	1553
Prob F.	0.0000	Prob F.	0.000

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRR<sub>TOTAL</sub> = gerenciamento de resultados por atividades reais, obtido pela soma dos resíduos dos três modelos de Roychowdhury (2006); DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; ROA = representa a rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = representa o crescimento da empresa.

<sup>a</sup> Os resultados da tabela foram obtidos por meio da equação:  $GRR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DRC_{it} + \sum \beta_{2,j} \text{Controle}_{jit} + \varepsilon_{it}$

<sup>b</sup> Significância estatística: \* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

Os resultados aqui encontrados foram diferentes dos evidenciados por Wang *et al.* (2018), que identificaram que empresas taiwanesas que estão num ambiente que possui gestão de riscos corporativos preferem usar mais gerenciamento de resultados por atividades reais.

Percebe-se que ao estender essa análise para divulgação dessa gestão de riscos corporativos não há relação entre ela e o gerenciamento de resultados por atividade reais.

Esses resultados indicam que mesmo apresentando as mesmas características econômicas das empresas taiwanesas, as empresas brasileiras que divulgam sua gestão de riscos corporativos não fazem uso do gerenciamento de resultados por atividades reais. Outro fator que se pode observar no levantamento desses resultados é que, apesar de a divulgação de gestão de riscos corporativos ter a possibilidade de prever problemas relacionados à operação da empresa, esse fato não foi suficiente para fazer com que os gestores fizessem mais uso do gerenciamento de resultados por atividades reais.

Estes resultados contribuem para literatura nacional com um novo achado divergindo do que foi apresentado internacionalmente por Wang *et al.* (2018), evidenciando que a divulgação de gestão de riscos corporativos não influencia na utilização do gerenciamento de resultados por atividades reais por parte dos gestores. Diante do exposto pode-se dizer que a hipótese de há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais é rejeitada, por não ter apresentado significância mesmo seguindo o sinal esperado (positivo).

Das variáveis de controle a única que seguiu a tendência da literatura evidenciada por Gong *et al.* (2008) foi a rentabilidade, com relação negativa entre o gerenciamento de resultados por atividades reais, com significância apenas no modelo envolvendo o critério rigoroso de *disclosure*. As demais variáveis, apesar de terem apresentado significância, tiveram relação oposta das apresentadas por Kim *et al.* (2003) e Skinner e Sloan (2002). Desta forma, para os dados deste estudo, empresas maiores tendem a utilizar menos do gerenciamento de resultados por atividades reais para manipulação dos seus lucros e empresas com maior crescimento utilizam mais gerenciamento de resultados por atividades reais.

Dado o resultado não significativo na análise da relação da divulgação de gestão de riscos corporativos com o gerenciamento de resultados por atividades reais, por meio da variável  $GRR_{TOTAL}$ , procedeu-se à análise pelos tipos de gerenciamento de resultados por atividades reais. Os resultados, relatados no Apêndice B, indicaram que o único modelo que apresentou significância nesta relação foi o modelo envolvendo os custos de produção na relação do *disclosure* tolerante, ou seja, os gestores preferem aumentar as vendas e superprodução de estoque quando as empresas fazem maior divulgação dos riscos relacionados à instituição. Desta forma, a relação positivamente significativa com o critério tolerante de divulgação, que é levantada na segunda hipótese, é impulsionada no aumento da produção

necessária para atender a demanda das vendas atuais da entidade, porém isso não foi suficiente para sustentar a segunda hipótese estudada no conjunto do gerenciamento total.

Comparando o gerenciamento de resultados por *accruals* com o gerenciamento de resultados por atividade reais observa-se que as empresas que fazem divulgação de gestão de riscos corporativos preferem usar menos gerenciamento de resultados por *accruals* e não fazem uso do gerenciamento de resultados por atividades reais. Isso pode ser explicado pelo fato de o gerenciamento de resultados por atividades reais trazer mais consequências do que o uso do gerenciamento de resultados por *accruals*, por não ser de fácil detecção dos auditores e dos reguladores (Cohen *et al.*, 2008; Cohen & Zarowin, 2010). Fato este que pode fazer com que os gestores hesitem no uso desse tipo de gerenciamento e prefiram usar os *accruals*, potencializando o procedimento com a divulgação de gestão de riscos corporativos, visto que esta apresenta propósitos de transparência dos riscos para um todo da empresa e dos usuários externos.

O gerenciamento de resultados por atividades reais envolve a manipulação de operações reais para aumentar os lucros e fluxos de caixa de curto prazo em detrimento ou em benefício dos lucros futuros (Lenard *et al.*, 2016). As empresas estão preocupadas em divulgar seus riscos a fim de transparecer melhores oportunidades de tomadas de decisões por parte dos investidores e continuar sendo destino de investimento.

Outro possível fator é que ao trazer maior confiança nas informações relatadas, fortalecer os processos internos da entidade (Erin *et al.*, 2018) e incorporar as informações inerentes aos riscos da organização por meio da divulgação desses riscos, a divulgação de gestão de riscos corporativos pode melhorar a qualidade da informação contábil, no que tange ao uso dos *accruals*. Para melhor compreensão a respeito desta preferência dos gerenciamentos de resultados, são apresentados os resultados do *trade-off* que foram utilizados para a análise da terceira hipótese, de que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre GRA e GRR.

#### **4.5 Estatística Multivariada para Análise da Hipótese 3**

Ao analisar as hipóteses anteriores, os resultados sugerem que as empresas não substituem um tipo de gerenciamento (gerenciamento de resultados por *accruals*) pelo outro (gerenciamento de resultados por atividades reais), porém essas evidências ainda não foram suficientes para comprovar tal afirmação.

Diante disso, fez-se necessária a análise desse *trade-off*, a fim de identificar se o aumento do *disclosure* de gestão de riscos corporativos impacta na troca de escolha entre gerenciamento de resultados por *accruals* e gerenciamento de resultados por atividades reais. Baseado nisso e nas evidências teóricas (Roychowdhury, 2006, Walker, 2013) e empíricas (Corazza *et al.*, 2020; Cupertino *et al.*, 2017; Li, 2019) levantou-se a Tabela 8.

**TABELA 8 - REGRESSÃO ENTRE *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E *TRADE-OFF***

Variáveis	GRR <sub>TOTAL</sub>	GRA	Variáveis	GRR <sub>TOTAL</sub>	GRA
DRCRig	0.0329 (0.0204)	-0.0388*** (0.0100)	DRCTol	0.0365** (0.0186)	-0.0371*** (0.0096)
INESPGR	- -	0.2538* (0.1393)	INESPGR	- -	0.2583* (0.1393)
MKTS	0.8504 (0.8461)	-0.8160** (0.3952)	MKTS	0.8718 (0.8460)	-0.8347** (0.3962)
SF	-0.0240*** (0.0032)	0.0059 (0.0037)	SF	-0.0239*** (0.0032)	0.0059 (0.0037)
EXCPROD	0.0052 (0.0038)	-0.0034* (0.0019)	EXCPROD	0.0053 (0.0038)	-0.0035* (0.0019)
AOL	0.0366** (0.0156)	-0.0073 (0.0088)	AOL	0.0365** (0.0156)	-0.0077 (0.0088)
CICLOP	-0.0000*** (0.0000)	0.0000 (0.0000)	CICLOP	-0.0000*** (0.0000)	0.0000 (0.0000)
BIG4	-0.0135 (0.0137)	0.0040 (0.0066)	BIG4	-0.0135 (0.0137)	0.0037 (0.0066)
ROA	-0.3182*** (0.0751)	0.1345** (0.0566)	ROA	-0.3189*** (0.0751)	0.1375** (0.0567)
TAM	0.0204*** (0.0067)	-0.0082* (0.0043)	TAM	0.0203*** (0.0066)	-0.0087** (0.0043)
MTB	-0.0153*** (0.0029)	0.0084*** (0.0026)	MTB	-0.0155*** (0.0029)	0.0086*** (0.0026)
LPG	-0.0073*** (0.0022)	- -	LPG	-0.0073*** (0.0022)	- -
Const.	-0.1416 (0.0956)	0.0520 (0.0494)	Const.	-0.1442 (0.0950)	0.0592 (0.0493)
Controle por setor	Sim	Sim	Controle por setor	Sim	Sim
Prob F.	0.0000	0.0001	Prob F.	0.0000	0.0001
n	1553	1553	n	1553	1553

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRA = gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR<sub>TOTAL</sub> = gerenciamento de resultados por atividades reais, obtido pela soma dos resíduos dos três modelos de Roychowdhury (2006); DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; INESPGR = volume inesperado de GRR obtido pelos resíduos da equação (10); MKTS = *market share*; SF = saúde financeira da empresa; EXCPROD = excesso de produção da empresa; AOL = ativo operacional líquido; CICLOP = ciclo

operacional; BIG4 = empresa auditada por uma *Big Four*; ROA = rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = crescimento da empresa; LPG = lucro pré-gerenciado, representado pelo lucro operacional sem os efeitos de GRA e GRR.

<sup>a</sup> Os resultados foram obtidos por meio das equações:

$$GRR_t = \beta_0 + \sum_k \beta_{1,k} \text{Custos do GRR}_{k,t} + \sum_l \beta_{2,l} \text{Custos do GRA}_{l,t} + \sum_m \beta_{3,m} \text{Controle}_{m,t} + \beta_4 \text{DRC}_t + \varepsilon_t$$

$$\text{GRA}_t = \gamma_0 + \sum_k \gamma_{1,k} \text{Custos do GRA}_{k,t} + \sum_l \gamma_{2,l} \text{Custos do GRR}_{l,t} + \gamma_3 \text{INESPGRR}_t + \sum_m \gamma_{4,m} \text{Controle}_{m,t} + \gamma_5 \text{DRC}_t + v_t$$

<sup>b</sup> \* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

A Tabela 8 apresenta os resultados obtidos pelas equações (10) e (11), envolvendo o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e os sistemas de equações para o *trade-off*. Os erros padrões se encontram entre parênteses e as significâncias representadas por asteriscos, de acordo com o seu nível.

Observa-se, por meio dos resultados da primeira equação envolvendo o *trade-off*, que o *disclosure* de gestão de riscos corporativos tanto rigoroso quanto tolerante apresentou um sinal positivo envolvendo o gerenciamento de resultados por atividades reais, porém com significância apenas para o critério tolerante. Para tanto, o *disclosure* de gestão de riscos corporativos quando mensurado pelo seu critério tolerante serve como um meio para minimizar o comportamento oportunista dos gestores, baseado no gerenciamento de resultados.

Analisando as variáveis que compõem o custo associado ao gerenciamento de resultados por atividades reais (*market share*, saúde financeira e excesso de produção) observa-se que a única que seguiu o sinal esperado (negativo), conforme argumentado por Zang (2012), foi a saúde financeira.

Para as variáveis que representam o custo associado ao outro método de gerenciamento, que nesta análise é o GRA (ativo operacional líquido, ciclo operacional e empresa de auditoria *Big Four*), observa-se que apenas o ativo operacional líquido seguiu o sinal proposto por Zang (2012), apresentando um coeficiente positivo. Já a variável ciclo operacional manteve relação contrária da proposta por Zang (2012), apresentando sinal negativo.

Partindo para as variáveis de controle é possível observar que a rentabilidade e o lucro pré-gerenciado mantiveram-se negativamente significativos a um nível de 1%, atendendo o que foi evidenciado por Gong *et al.* (2008) e Cupertino *et al.* (2017). As variáveis tamanho e crescimento seguiram sinais opostos dos apresentados por Kim *et al.* (2003) e Skinner e Sloan (2002), apresentado relação positiva e negativa, respectivamente, com o gerenciamento de resultados.

Relacionado à segunda equação que envolve o *trade-off*, é possível observar que a relação entre o *disclosure* de gestão de riscos corporativos, tanto rigoroso quanto tolerante, e o gerenciamento de resultados por *accruals* apresentou um sinal negativo com significância. Isso demonstra que as empresas que divulgam mais elementos de gestão de riscos corporativos potencializam menos uso do gerenciamento de resultados por *accruals*.

Com isso pode-se dizer que empresas com maior divulgação de gestão de riscos corporativos tolerante tendem a recorrer à mudança de classificação do gerenciamento de resultados. Diferentemente do observado na divulgação de gestão de riscos corporativos rigoroso, pois não houve significância na primeira equação do *trade-off*.

Outra evidência que permite a identificação do *trade-off* é quanto ao sinal encontrado na variável volume inesperado de GRR obtido pelos resíduos da equação (10), nomeada de INESPGRR. Encontrar um sinal negativo neste coeficiente significa que existe uma troca na utilização dos gerenciamentos de resultados, caso contrário haverá o que a literatura chama de complementariedade.

De acordo com o resultado apresentado na Tabela 8, a variável INESPGRR apresentou sinal positivo, contrário do evidenciado por Zang (2012) e Cupertino *et al.* (2017), indicando que quanto maior o lucro sem a ação discricionária dos gestores maior a capacidade da utilização do gerenciamento de resultados por atividades reais. Ou seja, ao invés do excesso de gerenciamento de resultados por atividades reais reduzir o gerenciamento de resultados por *accruals*, tornando-os substitutos, o gerenciamento de resultados por atividades reais acabou aumentando o gerenciamento de resultados por *accruals*, fazendo com que esses dois tipos de gerenciamento se tornassem complementares ao envolver a divulgação de gestão de riscos corporativos.

Em relação às variáveis envolvendo os custos associados ao gerenciamento de resultados por *accruals*, observa-se que apenas a variável ativo operacional líquido (AOL) seguiu o sinal evidenciado por Zang (2012) (negativo), porém sem significância. Em relação aos custos associados ao gerenciamento de resultados do outro tipo de gerenciamento de resultados, que neste caso é o gerenciamento de resultados por atividades reais, apenas a variável saúde financeira (SF) manteve o sinal evidenciado na literatura por Zang (2012) (positivo), porém sem significância.

Nas variáveis de controle, a rentabilidade (ROA), o tamanho (TAM) e o crescimento (MTB) seguiram a literatura baseada em Dimitras *et al.* (2015), Kim *et al.* (2003) e Skinner e

Sloan (2002), mantendo relação positiva, negativa e positiva, respectivamente, com significância.

Diante disso, os resultados encontrados na Tabela 8 permitem rejeitar a hipótese 3, de que a elevada divulgação de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre GRA e GRR, evidenciando que o *disclosure* de gestão de riscos corporativos não tem a capacidade de alterar as escolhas no uso entre as estratégias de gerenciamento de resultados nas empresas não financeiras da B3. Assim, a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos não impacta no *trade-off* entre GRA e GRR, fazendo com que ambos os gerenciamentos de resultados sejam tratados como complementares e não como substitutos, seguindo o proposto por Li (2019).

Complementando a análise da hipótese 3, foi realizada a análise envolvendo separadamente cada modelo do gerenciamento de resultados por atividades reais. Com os resultados apresentados no Apêndice C deste estudo, percebe-se que quanto à análise do coeficiente dos dois critérios de *disclosure* e dos gerenciamentos de resultados, as evidências supracitadas são suportadas pelo modelo envolvendo os custos de produção do gerenciamento de resultados por atividades reais.

Ao observar a variável INESPGRR, os modelos que sustentaram os resultados da Tabela 8 foi o fluxo de caixa e as despesas discricionárias, demonstrando que esses dois modelos do gerenciamento de resultados por atividades reais e o gerenciamento de resultados por *accruals* são considerados complementares, enquanto que o gerenciamento de resultados por atividades reais envolvendo os custos de produção e o gerenciamento de resultados por *accruals* não são considerados nem substitutos e nem complementares. Diante disso, pode-se afirmar que mesmo analisando separadamente cada modelo de gerenciamento de resultados por atividades reais a terceira hipótese foi rejeitada.

O Quadro 7 apresenta de forma resumida as conclusões alcançadas com a análise das três hipóteses definidas. Essas evidenciações foram suportadas por meio dos resultados apresentados na estatística multivariada, utilizando a regressão GLS.

**QUADRO 7 – RESUMO DOS RESULTADOS APRESENTADOS**

Hipótese	Descrição	Resultado	Tabela	Conclusão
H1	Há uma relação negativa entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> em empresas brasileiras.	Tanto as empresas que atendem ao critério de divulgação de gestão de riscos corporativos rigoroso quanto tolerante parecem gerenciar menos seus resultados com base no gerenciamento de resultados por <i>accruals</i> , pois	Tabela 6	Não rejeita

		apresentaram significância estatística em suas relações.		
H2	Há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais em empresas brasileiras.	Os resultados evidenciaram que apesar de seguir o sinal esperado (positivo) não houve significância nessa relação em nenhum dos dois critérios do <i>disclosure</i> . Dessa forma, os resultados se mostraram inconclusivos, rejeitando a hipótese levantada.	Tabela 7	Rejeita
H3	A divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no <i>trade-off</i> entre GRA e GRR.	Os sinais dos coeficientes do <i>disclosure</i> de gestão de riscos corporativos com os gerenciamentos de resultados dão indícios de que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no <i>trade-off</i> entre os gerenciamentos. Porém o sinal da variável INESPGRR permitiu concluir que os gerenciamentos não podem ser tratados como substitutos, mas sim complementares, quando relacionado ao <i>disclosure</i> de gestão de riscos corporativos.	Tabela 8	Rejeita

Fonte: Elaborado pela autora.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante das várias crises e fraudes financeiras as empresas precisaram se adaptar para mitigar o problema de assimetria informacional que estes eventos causaram. A solução foi estabelecer uma estrutura de gestão de riscos corporativos para as organizações. Essas estruturas passaram a ter necessidade de serem divulgadas para que os *stakeholders* pudessem tomar conhecimento dos riscos inerentes às empresas e como elas suprimiam os problemas causados por estes riscos, trazendo assim uma maior transparência das informações divulgadas.

Além de aumentar a capacidade de precisão nas divulgações corporativas, a divulgação de riscos corporativos também ganhou o interesse por aumentar a confiabilidade das demonstrações financeiras, desenvolver uma gestão de riscos inerente às empresas mais forte e melhorar a qualidade da informação contábil por meio do menor uso do gerenciamento de resultados (Basel, 2003; COSO, 2004; Erin *et al.*, 2018).

Diante disso, a fim de trazer novos achados para a literatura brasileira, envolvendo a divulgação de gestão de riscos corporativos nos relatórios das organizações, o objetivo do presente estudo foi analisar a relação entre a divulgação de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados nas empresas abertas não financeiras da B3.

Para isso, a partir do estudo de Wang *et al.* (2018) foi possível observar que a gestão de riscos corporativos é uma ferramenta que auxilia os usuários externos na avaliação da situação operacional das empresas, permitindo compreender também os artifícios utilizados para diminuição dos riscos inerente às organizações. Esta situação faz com que haja uma limitação no uso do gerenciamento de resultados por *accruals* e aumento no uso do gerenciamento por atividades reais por parte dos gestores para manipulação dos lucros.

Esses pressupostos permitiram que fossem levantadas as hipóteses 1, de que há uma relação negativa entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals*, e a hipótese 2, de que há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais.

Foi observado ainda na literatura que por muito tempo os gestores preferiam utilizar apenas do gerenciamento de resultados por *accruals* para manipulação de seus lucros, porém a partir de estudos de Graham *et al.* (2005) e de Roychowdhury (2006), os gestores passaram a utilizar o gerenciamento de resultados por atividades reais ou mesmo fazer um *trade-off* entre eles, por ter ficado perceptível que o gerenciamento de resultados por *accruals* sofre um maior escrutínio por parte dos auditores e órgãos de regulação (Zang, 2012).

Por isso foi levantada também a hipótese 3, que fundamenta que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais.

A fim de alcançar o objetivo do trabalho, bem como analisar as hipóteses levantadas foram coletadas na base da Economatica® todas as empresas com ações negociadas na B3, exceto as empresas financeiras, obtendo-se um total de 334 empresas. Ressalte-se, que além da exclusão das empresas financeiras, foi necessária a exclusão de empresas por falta de dados suficientes. A amostra restou finalmente composta por 182 empresas.

Foi selecionado o período temporal de 2012 a 2020, utilizando como *proxies* para as variáveis dependentes o gerenciamento de resultados por *accruals* obtido por meio do modelo de Pae (2005) e o gerenciamento de resultados por atividades reais por meio do modelo de Roychowdhury (2006). Como variáveis independentes optou-se pelo modelo apresentado por Santos *et al.* (2014), caracterizado pelo *disclosure* de gestão de riscos corporativos em dois critérios chamados de rigoroso e tolerante. Além disso, como variáveis de controle foram escolhidas a rentabilidade, o tamanho, o crescimento e o setor. Todas essas *proxies* foram utilizadas para análise da primeira e da segunda hipótese.

Para a análise da terceira hipótese, foi utilizado o modelo de *trade-off* evidenciado nos estudos de Cohen *et al.* (2008), Cupertino *et al.* (2017) e Zang (2012), a partir de custos associados ao gerenciamento de resultados por *accruals* dados pelo ativo operacional líquido, o ciclo operacional líquido e se uma entidade é auditada por uma *Big Four*, além de custos associados ao gerenciamento de resultados por atividades reais dados pelo *market share*, saúde financeira e excesso de produção da empresa.

Os resultados apontaram que empresas com maior divulgação de riscos corporativos tanto rigoroso quanto tolerante utilizam menos gerenciamento de resultados por *accruals*, fazendo com que a hipótese de que há uma relação negativa entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por *accruals* não fosse rejeitada. Estes resultados seguem a mesma linha proposta por Nasih (2014), Dewi (2017) e Johnston e Soileau (2020), ao evidenciarem que as empresas que possuem uma gestão de riscos corporativos apresentam menos gerenciamento de resultados por *accruals*.

Tais resultados podem ser explicados pelo fato de que, ao divulgarem informações a respeito dos riscos corporativos inerentes à empresa, a organização visa aumentar e proteger seu valor de negócio aos acionistas. Com isso se promove melhor qualidade das informações

contábeis, impossibilitando atitudes oportunistas por parte dos gestores por meio dos *accruals* para manipulação dos lucros da organização (Dewi, 2017; Hoyt & Liebenberg, 2011).

Os resultados envolvendo o *disclosure* de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividade reais foram inconclusivos. Apesar de a relação ter seguido o sinal esperado por Wang *et al.* (2018) não houve significância nos resultados apresentados, fazendo com que a hipótese de que há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais fosse rejeitada.

Percebe-se que apesar das empresas com divulgação de gestão de riscos corporativos incorporarem estas informações nas suas tomadas de decisões, e da adequada gestão de riscos corporativos juntamente com o fato da sua divulgação prever os problemas relacionados com a operação da empresa não foram suficientes para suportar o aumento do uso do gerenciamento de resultados por atividades reais, não refletindo assim na qualidade da informação contábil. Essas evidências trazem um novo achado, divergindo das evidências internacionais levantadas por Wang *et al.* (2018).

De forma geral, estes achados contribuem para a literatura nacional abrindo um leque de possibilidades de estudos que ainda estão sob domínio internacional, confirmando que empresas que possuem eficácia na implementação e divulgação de sua gestão de riscos corporativos têm menores chances de se envolverem com o gerenciamento de resultados por *accruals*, mas não se envolvem no uso do gerenciamento de resultados por atividades reais.

Destaca-se ainda que ao se utilizar todas as ferramentas que compõe a divulgação de gestão de riscos corporativos os resultados mostraram-se contrários do evidenciado no trabalho de Cunha *et al.* (2019), quando tratou apenas de uma ferramenta da gestão de riscos corporativos, o controle interno, e esta contribuiu para evidenciar menor qualidade da informação contábil. Observa-se então que quando estudada de maneira conjunta, todas as ferramentas que compõem a gestão de riscos corporativos quando divulgada pode melhorar a qualidade da informação contábil, por meio do menor uso do gerenciamento de resultados por *accruals*, diferente de quando tratadas sozinhas, como o caso do controle interno.

Ao analisar a terceira hipótese, percebe-se pelos resultados apresentados que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos não impacta no *trade-off* entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais. Sendo assim, a hipótese levantada foi rejeitada. Uma explicação para isso é que mesmo sendo um sistema de controle eficiente e uma ferramenta de transparência das empresas para os

*stakeholders*, essas características não foram suficientes para fazer com que a divulgação de gestão de riscos corporativos influenciasse no *trade-off*.

Apesar de não serem tratados como substitutos, este estudo evidenciou que quando as empresas fazem divulgação de gestão de riscos corporativos os gerenciamentos de resultados são tratados como complementares. Diante disso, os resultados desta pesquisa corroboram a literatura nacional, enfatizando que o *disclosure* de gestão de riscos corporativos não é um instrumento capaz de influenciar o gestor quanto à decisão de trocar de um tipo de gerenciamento de resultados para outro, mas é capaz de inferir que estes gestores usam mais do gerenciamento de resultados por atividades reais para manipular seus lucros e menos do gerenciamento de resultados por *accruals*, quando analisado os gerenciamentos de forma separada.

O estudo apresentou algumas limitações que podem afetar os resultados encontrados tal como a utilização de divulgação de gestão de riscos corporativos como *proxy* para a existência e efetividade dos mecanismos de GRC propriamente ditos. Existe evidências que apontam que a divulgação das práticas de GRC podem estar sujeitas a um engrandecimento por parte das empresas, o que pode inflar o efeito potencial deste conjunto de mecanismos sobre o gerenciamento de resultados e sobre o *trade-off* entre gerenciamento de resultados por *accruals* e gerenciamento de resultados por atividades reais.

Outra limitação é o uso do *checklist* utilizado para quantificar a divulgação da gestão de riscos corporativos, com base na Instrução CVM n. 480/2009 alterada pela Instrução CVM n. 586/2017. Apesar de ser amplamente utilizado nas pesquisas, existe uma restrição para a análise deste mecanismo, pois ele observa se a empresa divulga ou não os itens relacionados ao risco, mas não detecta o grau de divulgação.

Destaque-se que em alguns Relatórios de Referência foi possível identificar que a COVID-19 trouxe alterações ou pode trazer alterações importantes aos riscos e/ou a gestão de riscos corporativos das organizações. Então, o estudo acerca da divulgação da gestão dos riscos corporativos pode ser expandido para uma análise a fim de detectar se os efeitos da COVID-19 trouxeram impacto no relacionamento do *disclosure* de gestão de riscos corporativos com o gerenciamento de resultados.

Outra linha de estudos possível de se investigar é utilizar outra métrica da qualidade da informação contábil para consolidar os resultados encontrados. O objetivo seria o de identificar se, assim como o gerenciamento de resultados, outras métricas como *value-relevance*,

conservadorismo ou mesmo a comparabilidade, ao estarem associadas ao *disclosure* de gestão de riscos corporativos, influenciam na qualidade da informação contábil.

Vale ainda ressaltar a importância de utilizar outros métodos de definição da *proxy* de divulgação de gestão de riscos corporativos, a fim de trazer maior robustez e uma amplitude de análise dessa divulgação. A busca por outros métodos de determinação da variável de divulgação de gestão de riscos corporativos pode refletir riscos específicos em determinados setores, que o *checklist*, aqui utilizado, não conseguiu refletir.

## 6 REFERÊNCIAS

- Abdullah, M., Shukor, Z. A., Mohamed, Z. M., & Ahmad. A. (2015). Risk management disclosure: a study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 400-432. 10.1108/JAAR-10-2014-0106
- Abernathy, J. L., Beyer, B., & Rapley, E. T. (2014). Earnings management constraints and classification shifting. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(5-6), 600-626. 10.1111/jbfa.12076
- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39, 227-248. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.06.002>
- Almeida, J. E. F.; Lopes, A. B.; & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62. 10.14392/ASAA.2011040103
- Amran, A., Bin, A. M. R., & Hassan, B. C. H. M. (2008). Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57. <https://doi.org/10.1108/02686900910919893>
- Arnold, V., Benford, T., Canada, J., & Sutton, S. (2011). The role of strategic enterprise risk management and organizational flexibility in easing new regulatory compliance. *International Journal of Accounting Information Systems*, 12(3), 171-188. <https://doi.org/10.1016/j.accinf.2011.02.002>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., Kinney, W., & LaFond, R. (2008). The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality. *The Accounting Review*, 83, 217–250. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.906474>
- Assi, M. A. (2017). *Governança, riscos e compliance: mudando a conduta nos negócios*. 1ª ed. Saint Paul.
- Badertscher, B. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491-1518. 10.2308/accr-10092
- Baptista, E. M. B. (2009). Teoria em gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(2), 5-20. <https://periodicos.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/3381/2774>
- Basel Committee on Banking Supervision, Joint Forum. (2003). *Trends in Risk Integration and Aggregation*. Bank for International Settlements, Basel, Switzerland. <https://www.bis.org/publ/joint07.htm>

- Beuren, I. M., Dallabona, L. F., & Dani, A. C. (2011). Disclosure de informações sobre gestão de riscos e controle interno pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Economia e Administração*, 10(1), 44-65. <https://doi.org/10.11132/rea.2011.444>
- Blanco-Mesa, F., Rivera-Rubiano, J., Patiño-Hernandez, X., & Martinez-Montaña, M. (2019). The importance of enterprise risk management in large companies in Colombia. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(4), 600–633. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9380>
- Bromiley, P., Mcshane, M., Nair, A., & Rustambekov, E. (2015). Enterprise risk management: review, critique, and research directions. *Long Range Planning*, 48(4), 265-276. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2014.07.005>
- Brown, N. C., Pott, C., & Wömpener, A. (2014). The effect of internal control and risk management regulation on earnings quality: evidence from Germany. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(1), 1-31. <https://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.10.003>
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1694279>
- Candeloro, A. P. P., Rizzo, M. B. M. de, & Pinho, V. (2012). *Compliance 360°: riscos, estratégias, conflitos e vaidades no mundo corporativo*. 1. ed. Trevisan Editora Universitária.
- Chan, K. C., Farrell, B., & Lee, P. (2008). Earnings management of firms reporting material internal control weaknesses under Section 404 of the Sarbanes-Oxley Act. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27(2), 161-179. <https://ssrn.com/abstract=1078522>
- Chi, W., Lisic, L.L., & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?. *Accounting Horizons*, 25(2), 315-335. <https://doi.org/10.2308/acch-10025>
- Clarkson, P. M., Li, Y., & Richardson, G. D. (2004). The Market Valuation of Environmental Capital Expenditures by Pulp and Paper Companies. *The Accounting Review*, 79, 329-353. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.2.329>
- Coelho, A., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 121-144. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552007000600007>
- Cohen, D., Dey, A., & Lys, T. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83, 757-787. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.813088>
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>

- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2017). Enterprise risk management and the financial reporting process: the experiences of audit committee members, CFOs, and external auditors. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1178-1209. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12294>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2009). *Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009*. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004). *Enterprise Risk Management- Integrated Framework: Executive Summary*. <https://www.coso.org/Documents/COSO-ERM-Executive-Summary.pdf>
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2007). *Gerenciamento de riscos corporativos – estrutura integrada*. PricewaterhouseCoopers LLP. [http://www.coso.org/documents/COSO\\_ERM\\_ExecutiveSummary\\_Portuguese.pdf](http://www.coso.org/documents/COSO_ERM_ExecutiveSummary_Portuguese.pdf)
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2013). *Internal Control - Integrated Framework*. PricewaterhouseCoopers LLP. <https://www.coso.org/Documents/990025P-Executive-Summary-final-may20.pdf>
- Corazza, F., Dal Magro, C. B., Mazzioni, S., & Klann, R. C. (2020). CEOs insiders e as práticas de gerenciamento de resultados em companhias abertas listadas na [B]³. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(3), 23-40. <https://doi.org/10.14392/asaa.2020130302>
- Crepaldi, S. A. (2013). *Auditoria Contábil: teoria e prática*. 9ª ed. Atlas.
- Cunha, P. R. da, Silva, A., & Rohenkohl, L. B. (2019). Deficiências de controle interno e escolhas contábeis conservadoras e oportunistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(3), 368-385. [https://dx.doi.org/10.21714/1984-3925\\_2019v22n3a4](https://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n3a4)
- Cupertino, C., Martinez, A. & Costa Júnior, N. (2017). Earnings management strategies in Brazil: Determinant costs and temporal sequence. *Contaduría y Administración*, 62(5), 1460–1478. <https://doi.org/10.1016/j.cya.2016.11.002>
- Dabari, J., & Saidin, S. (2015). Determinants influencing the implementation of enterprise risk management in the Nigerian banking sector. *International Journal of Asian Social Science*, 5(12), 740-754. [https://econpapers.repec.org/article/asiijoass/2015\\_3ap\\_3a740-754.htm](https://econpapers.repec.org/article/asiijoass/2015_3ap_3a740-754.htm)
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3273-3285. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.012>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.277231>

- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dewi, I. G. A. A. O., & Dewi, I. G. A. A. P. (2017). Corporate social responsibility, green banking, and going concern on banking company in Indonesia stock exchange. *International Journal of Social Sciences and Humanities*, 1(3), 118-134. <https://doi.org/10.29332/ijssh.v1n3.65>
- Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I., & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. *Research in International Business and Finance*, 34, 338-354. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.017>
- Erin, O., Asiriwuwa, O., Olojede, P., Ajetunmobi, O., & Usman, T. (2018). Does risk governance impact bank performance? Evidence from the Nigerian Banking Sector. *Academy of Accounting and Finance Journal*, 4(1), 1-14. <https://www.abacademies.org/articles/Does-Risk-Governance-Impact-Bank-Performance-Evidence-From-the-Nigerian-Banking-Sector-1528-2635-22-4-263.pdf>
- Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101–1124. [10.2308/accr.2005.80.4.1101](https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1101)
- Farrell, M., & Gallagher, R. (2015). The valuation implications of enterprise risk management maturity. *Journal of Risk and Insurance*, 82(3), 625-657. <https://doi.org/10.1111/jori.12035>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel, SPSS e Stata*. 1. ed. Elsevier.
- Fernandes, F. C., Silva, M., & Santos, F. T. (2008). Informações sobre gestão de riscos nas IANs das empresas listadas no novo mercado da Bovespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 2(3), 36-55. <https://doi.org/10.17524/repec.v2i3.33>
- Field, A. (2009). *Descobrimos a estatística usando o SPSS*. 2. ed. Artmed.
- Fomby, T. B., Hill, R. C., & Johnson, R. S. (1984). *Advanced econometric methods*. Springer-Verlag.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Ge, W. (2010). *Essays on Real Earnings Management* [Doctoral Thesis, Desautels Faculty of Management, McGill University, Montreal]. [https://refhub.elsevier.com/S0186-1042\(17\)30098-0/sbref0090](https://refhub.elsevier.com/S0186-1042(17)30098-0/sbref0090)

- Ge, W., & McVay, S. (2005). The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act. *Accounting Horizons*, 19(3), 137-158. [10.2308/acch.2005.19.3.137](https://doi.org/10.2308/acch.2005.19.3.137)
- Gong, G., Louis, H., & Sun, A. X. (2008). Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *The Journal of Finance*, 63(2), 947-986. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01336.x>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>.
- Greene, W. (2007). *Functional form and heterogeneity in models for count data*. Now Publishers Inc.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Hribar, P., & Collins, D. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Hoff, J., & Vicente, E. F. R. (2016). O gerenciamento de resultados e a remuneração variável dos executivos das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(2), 64-81. <http://dx.doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i2.17027>
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of enterprise risk management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795-822. [10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x](https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x)
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2015). Evidence of the value of enterprise risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(1), 41-47. <https://doi.org/10.1111/jacf.12103>
- Ionescu, G. H., & Vilag, R. D. (2015). Risk management, corporate governance and sustainable development. *Ecoforum*, 4(1), 87-90. <https://www.ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/view/166>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2007). *Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos*. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=22121>
- Jacomossi, F., Lunardi, M. A., & Silva M. Z. da. (2019). Enterprise risk management e o desempenho empresarial: uma perspectiva contingencial. *Revista Mineira de Contabilidade*, 20(3), 45-58. <https://doi.org/10.21714/2446-9114RMC2019v20n3t04>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Ji, X., Lu, W., & Qu, W. (2017). Voluntary disclosure of internal control weakness and earnings quality: evidence from China. *The International Journal of Accounting*, 52(1), 27–44. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2017.01.007>
- Jin, L., Chen, C., Wang, X., Yu, J., & Long, H. (2020). Research on information disclosure strategies of electricity retailers under new electricity reform in China. *Science of The Total Environment*, 710(25), 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2019.136382>
- Johnston, J., & Soileau, J. (2020). Enterprise risk management and accruals estimation error. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16(3). <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100209>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research Chicago*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Jorgensen, B. N., & Kirschenheiter, M. T. (2003). Discretionary risk disclosures. *The Accounting Review*, 78(2), 449-469. <https://doi.org/10.2308/accr.2003.78.2.449>
- Kim, Y., Liu, C., & Rhee S. G. (2003). The Relation of Earnings Management to Firm Size. *Working Paper, University of Hawaii*. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.9183&rep=rep1&type=pdf>
- Kinney, W., Maher, M., & Wright, D. (1990). Assertions-based standards for integrated internal control. *Accounting Horizons*, 4, 1-8. <https://www.proquest.com/docview/208897641/C744B2C6FDB042C0PQ/1>
- Kmenta, J. (1990). *Elements of econometrics*. MacMillan Publishing.
- Kuo, Y. F., Lin, Y. M., & Chien, H. F. (2020). Corporate social responsibility, enterprise risk management, and real earnings management: evidence from managerial confidence. *Finance Research Letters*, 101805. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101805>
- Larson, R., & Farber, B. (2010). *Estatística aplicada*. 4. ed. Pearson Prentice Hall.
- Lechner, P., & Gatzert, N. (2017). Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany. *The European Journal of Finance*, 24(10), 867-887. <https://dx.doi.org/10.1080/1351847X.2017.1347100>
- Lenard, M. J., Petruska, K. A., Alam, P., & Yu, B. (2016). Internal control weaknesses and evidence of real activities manipulation. *Advances in Accounting*, 33, 47-58. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.04.008>
- Li, L. (2019). Is there a trade-off between accrual-based and real earnings management? Evidence from equity compensation and market pricing. *Finance Research Letters*, 28, 191-197. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.04.021>
- Lo, K., Ramos, F., & Rafael Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.09.002>

- Lobo, G. J., Siqueira, W. Z., Tam, K., & Zhou, J. (2019). Does SEC FRR No. 48 disclosure communicate risk management effectiveness?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(6). <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106696>
- Lopes, I. F., Beuren, I. M., & Vicente, E. F. R. (2021). Associação da evidência do gerenciamento de riscos com governança corporativa e desempenho em empresas com ADRs. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 5-21. <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2021v9n1.52215>
- McVay, S. E. (2006). Earnings management using classification shifting: an examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81(3), 501-531. [10.2308/accr.2006.81.3.501](https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.3.501)
- Martinez, A. L. (2001). "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. [Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo]. Repositório de Teses e Dissertações USP. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/publico/tde.pdf>
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31. <https://dx.doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- Mazaya, N., & Fuad, F. (2018). Business strategy, corporate governance, firm characteristics, and risk disclosure in the Indonesian Stock Exchange. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(3), 381-394. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i3.2167>
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: new evidence from Finland. *Advances in Accounting*, 29(2), 312-331. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2013.09.006>
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2016). Board structure and the informativeness of risk disclosure: evidence from MENA emerging markets. *Advances in Accounting*, 35(1), 82-97. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.09.001>
- Nasih, M. (2014). Kualitas Laba dan Likuiditas Saham; Studi di Bursa Efek Indonesia. *Majalah Ekonomi Universitas Airlangga*, 24(1). <https://media.neliti.com/media/publications/3986-ID-kualitas-laba-dan-likuiditas-saham-studi-di-bursa-efek-indonesia.pdf>
- Olayinka, A. E., Uwuigbe, U., Sylvester, E., Uwuigbe, O. R., & Amiolemen, O. O. (2019). Does enterprise risk management impact accounting quality? Evidence from the Nigerian financial institutions. *Investment Management and Financial Innovations*, 16(4), 16-27. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16\(4\).2019.02](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.16(4).2019.02)
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>

- Passos, L. C., Almendra, R. S., Luca, M. M. M. de., & Vasconcelos, A. C. de. (2017). Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 14(4), 169-184. <https://revistas.unisinos.br/index.php/base/article/view/base.2017.143.02/6282>
- Prado, E. V., Camargo, S. H. C. R. V., Padoveze, C. L., & Giuliani, A. C. (2014). Gerenciamento de riscos corporativos em empresas com atuação internacional. *Perspectivas Contemporâneas*, 9(2), 210-228. <https://revista2.grupointegrado.br/revista/index.php/perspectivascontemporaneas/articloe/view/1644/623>
- PricewaterhouseCoopers. Comissão de Valores Mobiliários (2017). *586: o novo código de brasileiro de governança corporative e o modelo pratique ou explique*. <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/auditoria/2017/instrucao-cvm-586.html>.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200006>
- Santos Júnior, R. L. de F. dos. (2021). *Compliance e gestão de risco: processo perceptivo humano na segurança privada*. Dialética.
- Semper, D. C., & Beltrán, J. M. T. (2014). Risk disclosure and cost of equity: the Spanish case. *Contaduría y Administración*, 59(4), 105-135. [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. (2020). *Governança corporativa e disclosure de gerenciamento de risco: evidências no mercado acionário brasileiro*. [Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará]. Repositório Institucional UFC. [https://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/54976/1/2020\\_dis\\_arhsilva.pdf](https://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/54976/1/2020_dis_arhsilva.pdf)
- Silva, R. C. F., & Seibert, R. M. (2015). Governança corporativa – história e tendências. *Revista Interdisciplinar Científica Aplicada, Blumenau*, 9(3), 76-101. [https://www.researchgate.net/publication/280921106\\_governanca\\_corporativa\\_-\\_historia\\_e\\_tendencias](https://www.researchgate.net/publication/280921106_governanca_corporativa_-_historia_e_tendencias)
- Silveira, A. M. (2015). *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo Teoria e Prática*. 2ª ed. Elsevier.
- Skinner, D. J., & Sloan, R.G. (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312. <https://doi.org/10.1023/A:1020294523516>
- Sousa, A. M. de, Ribeiro, A. M., Vicente, E. F. R., & Carmo, C. H. S. do. (2020). Suavização de resultados e comparabilidade dos relatórios financeiros: evidências em empresas

- abertas do mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14, e164488, 1-18. 10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.164488
- Sprcic, D. M., Zagar, M. M., Sevic, Z., & Marc, M. (2016). Does enterprise risk management influence market value - A long-term perspective? *Risk Management-An International Journal*, 18, 65–88. 10.1057/rm.2016.3
- Tan, Y., Zeng, C. C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29(1), 81-102. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2017.08.002>
- Trivelato, B. F., Mendes, D. P., & Dias, M. A. (2018). A importância do gerenciamento de riscos nas organizações contemporâneas. *Revista Fatec Zona Sul*, 4(2). <http://www.revistarefas.com.br/index.php/RevFATECZS/article/view/147>
- Umbelino, W. L., Ponte, V. M. R., Silva, R. B., & Lima, M. C. (2019). Disclosure em clubes de futebol: estudo sobre os reflexos da Lei do Profut. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 7(1), 112-132. 10.22478/ufpb.2318-1001.2019v7n1.38074
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43, 445-481. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>
- Walker, P. L., Shenkir, W. G., & Barton, T. L. (2002). *Enterprise Risk Management: Putting it all together*. Institute of Internal Auditors Research Foundation.
- Wang, T., Lin, Y., Werner, E. M., & Chang, H. (2018). The relationship between external financing activities and earnings management: evidence from enterprise risk management. *International Review of Economics and Finance*, 58, 312-329. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.04.003>
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134. <https://ssrn.com/abstract=928684>
- Wooldridge, J.M. (2006). *Introdução a Econometria*. 1. ed. Thomson Learning Inc.
- Yasa, G. S. W., Wirakusuma, M. G., & Suaryana, I. G. N. A. (2020). Effect of leverage, free cash flow, corporate governance, growth and risk management on earnings quality. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 177-184. <https://doi.org/10.21744/irjmis.v7n1.835>
- Zang, A. Z. (2007). Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.961293>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703. 10.2308/accr-10196

- Zhu, T., Lu, M., Shan, Y., & Zhang, Y. (2015). Accrual-based and real activity earnings management at the back door: Evidence from Chinese reverse mergers. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 317-339. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.008>
- Zou, X., Isa, C. R., & Rahman, M. (2019). Valuation of enterprise risk management in the manufacturing industry. *Total Quality Management & Business Excellence*, 30(11-12), 1389-1410. <http://dx.doi.org/10.1080/14783363.2017.1369877>

## APÊNDICE A – CHECKLIST DE DISCLOSURE DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS

O Quadro A1 lista todos os itens usados para classificação e cálculo das variáveis *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso (DRCRig) e *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante (DRCTol).

**QUADRO A1 - CHECKLIST DE DISCLOSURE DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS**

Item	Descrição	Legislação
<b>Política de Gerenciamento de Riscos Corporativos</b>		
5.1 (a)	Divulga, em relação os fatores de risco, se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política.	Instrução CVM n. 480/2009
5.1 (b) - i	Divulga, em relação os fatores de risco, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo, os riscos para os quais se busca proteção.	
5.1 (b) - ii	Divulga, em relação os fatores de risco, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo, os instrumentos utilizados para proteção.	
5.1 (b) - iii	Divulga, em relação os fatores de risco, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos, quando houver, incluindo a estrutura organizacional de gerenciamento de riscos.	
5.1 (c)	Divulga, em relação os fatores de risco, a adequação da estrutura operacional e de controles internos para verificação da efetividade da política adotada.	
<b>Política de Gerenciamento de Riscos de Mercado</b>		
5.2 (a) - i	Divulga, em relação aos riscos de mercado, se o emissor possui uma política formalizada de gerenciamento de riscos de mercado, destacando, em caso afirmativo, o órgão que a aprovou e a data de sua aprovação, e, em caso negativo, as razões pelas quais o emissor não adotou uma política.	Instrução CVM n. 480/2009
5.2 (b) - i	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo os riscos de mercado para os quais se busca proteção.	
5.2 (b) - ii	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo a estratégia de proteção patrimonial ( <i>hedge</i> ).	
5.2 (b) - iii	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo os instrumentos utilizados para proteção patrimonial ( <i>hedge</i> ).	
5.2 (b) - iv	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo os parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos.	
5.2 (b) - v	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial ( <i>hedge</i> ) e quais são esses objetivos.	
5.2 (b) - vi	Divulga, em relação aos riscos de mercado, os objetivos e estratégias da política de gerenciamento de riscos de mercado, quando houver, incluindo a estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos de mercado.	
5.2 (c)	Divulga, em relação aos riscos de mercado, a adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada.	
<b>Controles Internos</b>		
5.3 (a)	Divulga, em relação aos controles adotados pelo emissor para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando as principais	

	práticas de controles internos e o grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e as providências adotadas para corrigi-las.	Instrução CVM n. 480/2009
<b>5.3 (b)</b>	Divulga, em relação aos controles adotados pelo emissor para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando as estruturas organizacionais envolvidas.	
<b>5.3 (c)</b>	Divulga, em relação aos controles adotados pelo emissor para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando se e como a eficiência dos controles internos é supervisionada pela administração do emissor, indicando o cargo das pessoas responsáveis pelo referido acompanhamento.	
<b>5.3 (d)</b>	Divulga, em relação aos controles adotados pelo emissor para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório circunstanciado, preparado e encaminhado ao emissor pelo auditor independente, nos termos da regulamentação emitida pela CVM que trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente.	Instrução CVM n. 480/2009
<b>5.3 (e)</b>	Divulga, em relação aos controles adotados pelo emissor para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis, indicando comentários dos diretores sobre as deficiências apontadas no relatório circunstanciado preparado pelo auditor independente e sobre as medidas corretivas adotadas.	
<b>Mecanismos e procedimentos internos de integridade</b>		
<b>5.4 (a)</b>	Divulga, em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pelo emissor para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, se o emissor possui regras, políticas, procedimentos ou práticas voltadas para a prevenção, detecção e remediação de fraudes e ilícitos praticados contra a administração pública.	
<b>5.4 (a) – i</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, os principais mecanismos e procedimentos de integridade adotados e sua adequação ao perfil e riscos identificados pelo emissor, informando com que frequência os riscos são reavaliados e as políticas, procedimentos e as práticas são adaptadas.	
<b>5.4 (a) – ii</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, as estruturas organizacionais envolvidas no monitoramento do funcionamento e da eficiência dos mecanismos e procedimentos internos de integridade, indicando suas atribuições, se sua criação foi formalmente aprovada, órgãos do emissor a que se reportam, e os mecanismos de garantia da independência de seus dirigentes, se existentes.	
<b>5.4 (a) – iii (1)</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, se o emissor possui código de ética ou de conduta formalmente aprovado, indicando se ele se aplica a todos os diretores, conselheiros fiscais, conselheiros de administração e empregados e se abrange também terceiros, tais como fornecedores, prestadores de serviço, agentes intermediários e associados.	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n. 586/2017
<b>5.4 (a) – iii (2)</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, se o emissor possui código de ética ou de conduta formalmente aprovado, indicando se e com que frequência os diretores, conselheiros fiscais, conselheiros de administração e empregados são treinados em relação ao código de ética ou de conduta e às demais normas relacionadas ao tema.	
<b>5.4 (a) – iii (3)</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, se o emissor possui código de ética ou de conduta formalmente aprovado, indicando as sanções aplicáveis na hipótese de violação ao código ou a outras normas relativas ao assunto, identificando o documento onde essas sanções estão previstas.	
<b>5.4 (a) – iii (4)</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (a) – i, em caso positivo, se o emissor possui código de ética ou de conduta formalmente aprovado, indicando órgão que aprovou o código, data da aprovação e, caso o emissor divulgue o código de conduta, locais na rede mundial de computadores onde o documento pode ser consultado.	

<b>5.4 (b)</b>	Divulga, em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pelo emissor para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, se o emissor possui canal de denúncia, indicando.	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n. 586/2017
<b>5.4 (b) - i</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (b), se o emissor possui canal de denúncia, indicando, em caso positivo, se o canal de denúncias é interno ou se está a cargo de terceiros.	
<b>5.4 (b) - ii</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (b), se o emissor possui canal de denúncia, indicando, em caso positivo, se o canal está aberto para o recebimento de denúncias de terceiros ou se recebe denúncias somente de empregados.	
<b>5.4 (b) - iii</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (b), se o emissor possui canal de denúncia, indicando, em caso positivo, se há mecanismos de anonimato e de proteção a denunciantes de boa-fé.	
<b>5.4 (b) - iv</b>	Divulga, em relação ao item 5.4 (b), se o emissor possui canal de denúncia, indicando, em caso positivo, órgão do emissor responsável pela apuração de denúncias.	
<b>5.4 (c)</b>	Divulga, em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pelo emissor para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, se o emissor adota procedimentos em processos de fusão, aquisição e reestruturações societárias visando à identificação de vulnerabilidades e de risco de práticas irregulares nas pessoas jurídicas envolvidas.	
<b>5.4 (d)</b>	Divulga, em relação aos mecanismos e procedimentos internos de integridade adotados pelo emissor para prevenir, detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a administração pública, nacional ou estrangeira, caso o emissor não possua regras, políticas, procedimentos ou práticas voltadas para a prevenção, detecção e remediação de fraudes e ilícitos praticados contra a administração pública, identificar as razões pelas quais o emissor não adotou controles nesse sentido.	
<b>Outras Informações</b>		
<b>5.5</b>	Divulga, em relação ao último exercício social, se houve alterações significativas nos principais riscos a que o emissor está exposto ou na política de gerenciamento de riscos adotada, comentando, ainda, eventuais expectativas de redução ou aumento na exposição do emissor a tais riscos?	Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n. 586/2017
<b>5.6</b>	Divulgar outras informações que o emissor julgue relevantes?	586/2017

Fonte: Instrução CVM n. 480/2009 com redação dada pela Instrução CVM n. 586/2017, adaptado de Umbelino *et al.* (2019).

## **APÊNDICE B – RESULTADOS ENVOLVENDO O *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS SEPARADAMENTE**

A Tabela B1 apresenta os resultados do *disclosure* de gestão de riscos corporativos e os três modelos de gerenciamento de resultados por atividades reais. Percebe-se que não houve significância em nenhum modelo de gerenciamento de resultados por atividades reais relacionado com o critério rigoroso de *disclosure*. Quando observado o critério tolerante apenas o modelo de gerenciamento de resultados por atividades reais envolvendo os custos de produção apresentou significância a 10%. Estes resultados sustentam o fato de não ter havido

significância no modelo total de gerenciamento, provocando a rejeição da segunda hipótese de que há uma relação positiva entre a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos e o gerenciamento de resultados por atividades reais, mas que, se analisado separadamente o modelo envolvendo os custos de produção, sustentaria a hipótese.

**TABELA B1 - REGRESSÃO ENVOLVENDO *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS**

Variáveis	GRR <sub>FCO</sub>	GRR <sub>PROD</sub>	GRR <sub>DESP</sub>	Variáveis	GRR <sub>FCO</sub>	GRR <sub>PROD</sub>	GRR <sub>DESP</sub>
DRCRig	0.0038 (0.0102)	0.0150 (0.0114)	0.0008 (0.0087)	DRCTol	0.0037 (0.0094)	0.0179* (0.0105)	0.0036 (0.0080)
ROA	-0.1687*** (0.0365)	- (0.0407)	-0.0382 (0.0309)	ROA	-0.1688*** (0.0365)	- (0.0407)	-0.0381 (0.0309)
TAM	0.0020 (0.0022)	0.0094*** (0.0025)	0.0082*** (0.0019)	TAM	0.0020 (0.0022)	0.0094*** (0.0025)	0.0080*** (0.0019)
MTB	-0.0024* (0.0014)	- (0.0016)	-0.0025** (0.0012)	MTB	-0.0024* (0.0014)	- (0.0016)	-0.0025** (0.0012)
Const.	-0.0126 (0.0267)	-0.0278 (0.0298)	-0.0953*** (0.0226)	Const.	-0.0131 (0.0265)	-0.0291 (0.0295)	-0.0945*** (0.0224)
Controle por setor	Sim	Sim	Sim	Controle por setor	Sim	Sim	Sim
n	1553	1553	1553	n	1553	1553	1553
Prob F.	0.0000	0.0000	0.0000	Prob F.	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRR<sub>FCO</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo fluxo de caixa, que foi obtido pelo erro da regressão do primeiro modelo de Roychowdhury (2006); GRR<sub>PROD</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo custo de produção, que foi obtido pelo erro da regressão do segundo modelo de Roychowdhury (2006); GRR<sub>DESP</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo despesas discricionárias, que foi obtido pelo erro da regressão do terceiro modelo de Roychowdhury (2006); DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; ROA = representa a rentabilidade da empresa; TAM = tamanho da empresa; MTB = representa o crescimento da empresa.

<sup>a</sup> Os resultados do Painel A, B e C foram obtidos por meio da equação:  $GRR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DRC_{it} + \sum \beta_{2,j} \text{Controle}_{jit} + \varepsilon_{it}$ .

<sup>b</sup> \* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

### APÊNDICE C – RESULTADOS ENVOLVENDO O *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E O *TRADE-OFF* PARA OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS SEPARADAMENTE

A Tabelas C1 apresenta os resultados da análise da terceira hipótese envolvendo os três modelos do gerenciamento de resultados por atividades reais. A tabela foi dividida em três painéis. O Painel A traz os resultados referente ao modelo do fluxo de caixa, o Painel B traz os

resultados do modelo dos custos de produção e o Painel C traz os resultados do modelo de despesas discricionárias.

**TABELA C1 - REGRESSÃO ENTRE *DISCLOSURE* DE GESTÃO DE RISCOS CORPORATIVOS E *TRADE-OFF* ENVOLVENDO OS TRÊS MODELOS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR ATIVIDADES REAIS**

**Painel A: *Disclosure* de gestão de riscos corporativos e *trade-off* do gerenciamento de atividades reais envolvendo fluxo de caixa**

Variáveis	GRR <sub>FCO</sub>	GRA	Variáveis	GRR <sub>FCO</sub>	GRA
DRCRig	0.0132 (0.0096)	-0.1273** (0.0542)	DRCTol	0.0113 (0.0087)	-0.1173** (0.0494)
INESPGR	- -	7.3066* (4.0572)	INESPGR	- -	7.9087* (4.3238)
Const.	0.0549 (0.0450)	-0.3860* (0.2219)	Const.	0.0519 (0.0447)	-0.3898* (0.2237)

**Painel B: *Disclosure* de gestão de riscos corporativos e *trade-off* do gerenciamento de atividades reais envolvendo custo de produção**

Variáveis	GRR <sub>PROD</sub>	GRA	Variáveis	GRR <sub>PROD</sub>	GRA
DRCRig	0.0169 (0.114)	-0.0410*** (0.0110)	DRCTol	0.0194* (0.0104)	-0.0400*** (0.0110)
INESPGR	- -	0.6229 (0.3896)	INESPGR	- -	0.6341 (0.3891)
Const.	-0.0677 (0.0536)	0.0569 (0.0530)	Const.	-0.0687 (0.0533)	0.0642 (0.0530)

**Painel C: *Disclosure* de gestão de riscos corporativos e *trade-off* do gerenciamento de atividades reais envolvendo despesas discricionárias**

Variáveis	GRR <sub>DESP</sub>	GRA	Variáveis	GRR <sub>DESP</sub>	GRA
DRCRig	0.0019 (0.0086)	-0.0321*** (0.0091)	DRCTol	0.0052 (0.0079)	-0.0322*** (0.0086)
INESPGR	- -	0.8616* (0.4832)	INESPGR	- -	0.8698* (0.4796)
Const.	-0.1416*** (0.0406)	0.1379 (0.0852)	Const.	-0.1400*** (0.0404)	0.1435* (0.0839)
Prob F.	0.000	0.001	Prob F.	0.0000	0.0001
n	1553	1553	n	1553	1553

Fonte: Elaborada pela autora.

Nota: GRR<sub>FCO</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo fluxo de caixa, que foi obtido pelo erro da regressão do primeiro modelo de Roychowdhury (2006); GRR<sub>PROD</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo custo de produção, que foi obtido pelo erro da regressão do segundo modelo de Roychowdhury (2006); GRR<sub>DESP</sub> = gerenciamento de resultados envolvendo despesas discricionárias, que foi obtido pelo erro da regressão do terceiro modelo de Roychowdhury (2006); DRCRig = *disclosure* de gestão de riscos corporativos rigoroso; DRCTol = *disclosure* de gestão de riscos corporativos tolerante; INESPGR = volume inesperado de GRR obtido pelos resíduos da equação (10).

<sup>a</sup> Os resultados foram obtidos por meio das equações:

$$GRR_t = \beta_0 + \sum_k \beta_{1,k} \text{Custos do GRR}_{k,t} + \sum_l \beta_{2,l} \text{Custos do GRA}_{l,t} + \sum_m \beta_{3,m} \text{Controle}_{m,t} + \beta_4 \text{DRC}_t + \varepsilon_t$$

$$GRA_t = \gamma_0 + \sum_k \gamma_{1,k} \text{Custos do GRA}_{k,t} + \sum_l \gamma_{2,l} \text{Custos do GRR}_{l,t} + \gamma_3 \text{INESPGRR}_t + \sum_m \gamma_{4,m} \text{Controle}_{m,t} + \gamma_5 \text{DRC}_t + v_t$$

<sup>b</sup> \* significa significância a 10%; \*\* significa significância a 5% e \*\*\* significa significância a 1%.

Conforme os resultados da Tabela C1 é possível observar que o modelo que mais impactou na conclusão da terceira hipótese de que a divulgação de elementos de gestão de riscos corporativos impacta no *trade-off* entre GRA e GRR, foi o modelo envolvendo os custos de produção, visto que foi o único que apresentou significância nas duas equações que envolvem o *trade-off* relacionado ao critério tolerante de *disclosure* de gestão de riscos corporativos, porém ao observar a variável INESPGRR percebe-se que ela não apresentou significância. Isso demonstra que o gerenciamento de resultados por *accruals* e o gerenciamento de resultados por atividades reais envolvendo os custos de produção não são nem substitutos e nem complementares.

Os demais modelos apresentaram significância no coeficiente envolvendo o *disclosure* e a segunda equação do *trade-off*. O coeficiente INESPGRR apresentou sinal positivo e com significância, demonstrando que os demais modelos de gerenciamento de resultados reais e o gerenciamento de resultados por *accruals* são considerados complementares.