

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

FRANCISCO JOSÉ DA SILVA JÚNIOR

**A SINALIZAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DA
RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NO BRASIL**

JOÃO PESSOA – PB

2020

FRANCISCO JOSÉ DA SILVA JÚNIOR

**A SINALIZAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DA
RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito para a obtenção da titularidade de Mestre no Exame da Banca.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Amilton Maia Leite Filho

JOÃO PESSOA – PB

2020

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

J95s Silva Júnior, Francisco José da.

A sinalização do gerenciamento de resultados por meio da responsabilidade social corporativa no Brasil / Francisco José da Silva Júnior. - João Pessoa, 2020. 78 f. : il.

Orientação: Paulo Amilton Maia Leite Filho.
Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Teoria da Sinalização. 2. Evidenciação Voluntária. 3. Responsabilidade Social Corporativa. 4. Gerenciamento de Resultados. 5. Qualidade da Informação Contábil. I. Leite Filho, Paulo Amilton Maia. II. Título.

UFPB/BC

FRANCISCO JOSÉ DA SILVA JÚNIOR

**A SINALIZAÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DA
RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NO BRASIL.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito para a obtenção da titularidade de Mestre no Exame da Banca.

Comissão Avaliadora:

Prof. Dr. Paulo Amilton Maia Leite Filho
Presidente/Orientador – PPGCC/UFPB

Prof. Dr. Wenner Glaucio Lopes Lucena
Membro Interno – PPGCC/UFPB

Prof. Dra. Ana Lúcia de Araújo Lima Coelho
Membro Externo – PPGA/UFPB

Emitido em 15/04/2020

DOCUMENTO COMPROBATÓRIO (ANEXO) Nº 54/2020 - PPGCC (11.00.52.03)
(Nº do Documento: 714)

(Nº do Protocolo: NÃO PROTOCOLADO)

(Assinado digitalmente em 15/04/2020 11:22)
PAULO AMILTON MAIA LEITE FILHO
CHEFE DE DEPARTAMENTO
1030203

(Assinado digitalmente em 16/04/2020 11:34)
WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA
COORDENADOR DE CURSO
1526402

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número:
714, ano: 2020, documento (espécie): DOCUMENTO COMPROBATÓRIO (ANEXO), data de emissão:
15/04/2020 e o código de verificação: 209ad1lbcad

AGRADECIMENTOS

Expressar em palavras todo o carinho que sinto por aqueles que estiveram ao meu lado nessa jornada não é uma tarefa fácil. Deus sempre foi/será meu guia, por isso agradeço a Ele por ter-me dado forças para vencer os obstáculos. À minha mãe, Maria do Carmo, dedico mais essa vitória, agradeço por todo o amor, toda luta e toda coragem por apoiar-me em todas as minhas decisões de vida, sendo minha base e fonte de força. Aos meus familiares, sou grato a todos que confiaram em mim.

Aos meus amigos de longa data, muito obrigado à Rita de Cássia, Danilo Duarte, José Lucas e Aurélio Albuquerque pela companhia de morada; a estes e a Maria Luiza, Fernando Gadelha, José Abrantes, Dênis Duarte, José Guilherme, Anna Rachel, Ana Rosa e Ariana Mesquita, meu amor pela amizade que ultrapassa uma década, e por terem sido tão próximos nos momentos em que mais precisei.

Aos queridos parceiros de trabalho, Lana Dantas, Everaldo Júnior, Celeste Moura, Luana Mendes, Vanessa Gonçalves, Carol Dias, Gardênia Queiroga, Tereza, Severina e aos demais, muito obrigado por toda ajuda, conselhos e momentos compartilhados.

Toda minha gratidão e amor à minha turma do mestrado: Emily, Matheus, Dyliane, Victor, Igor, Marcelly, Josélya, Maria Luiza, Vanessa Meneses, Larissa, Marcelo, Deborah, Vanessa Rebouças, Samylla, Alexandre e Jean, que dividiram comigo todos os momentos dessa jornada, sendo cada um a fortaleza do outro. Juntos, fomos muito mais fortes.

Às minhas grandes inspirações acadêmicas: Allan Sarmiento, Ana Flávia, Ronaldo Rego e ao meu orientador Prof. Paulo Amilton, todo meu carinho e admiração pelos grandes profissionais que são e pela amizade firmada.

Aos demais amigos (que são muitos), todo meu carinho que de forma direta ou indireta se mostram presentes em minha vida, tendo cada um sua devida importância particular e um lugarzinho no meu coração.

Ao corpo docente do PPGCC/UFPB, muito obrigado por todo o conhecimento que me foi adquirido, o que me auxiliará a ser um profissional de qualidade. À Wilma e Cecília, muito obrigado pela paciência, simpatia e auxílio. À minha banca examinadora, Prof. Allan, Prof. Wenner e Prof. Ana Lúcia agradeço pelas contribuições.

Encho-me de amor e gratidão por tudo que vivi até aqui, por todas as conquistas, todos os momentos, e tenho a certeza de que tudo valeu a pena. Sinto-me vitorioso!

*Não espere por um milagre
Há um caminho difícil a nossa frente
O futuro é desconhecido, e eu não posso mudá-lo
Mas nunca irei desistir...*

(Into The New World - Girls' Generation, 2007)

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo estudar a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o nível de Gerenciamento de Resultados praticados pelos gestores, sob a ótica da Teoria da Sinalização. Sabe-se que as empresas passaram a evidenciar informações voluntárias, como forma de reduzir a assimetria existente com os *stakeholders*, garantindo maior valorização. Dessa forma, os gestores podem aproveitar-se para praticar atitudes discricionárias, enviesando o real sentindo da divulgação voluntária. A literatura aponta para uma relação ambígua entre tais variáveis, podendo os gestores utilizar a RSC de forma ética, reduzindo o nível de GR e contribuindo para uma melhor qualidade informacional; ou uma postura oportunista, desviando o foco dos investidores para atitudes manipulativas sobre os lucros. Desta forma, buscou-se analisar tal relação, tendo como amostra as empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3), não financeiras, entre o período de pós-adoção da IFRS, de 2010 a 2018. Para definir o nível de Gerenciamento de Resultados, foi utilizado o modelo de Pae (2005), sendo o módulo dos resíduos da regressão (GR_{it}) a variável dependente, estimado por GMM (*System Generalized Method of Moments*). Quanto a *proxy* de divulgação de Responsabilidade Social Corporativa, foi estimada por meio da análise de conteúdo dos Relatórios de Sustentabilidade, Formulários de Referência e Notas Explicativas das empresas, sendo captado a presença de 43 indicadores econômicos, ambientais e sociais, baseados em Callado (2010) e Murcia e Wuerges (2011). Como controle, a rentabilidade (ROA_{it}), a alavancagem (END_{it}), a governança corporativa (GOV_{it}), o *market-to-book* (MTB_{it}) e o setor ($\sum SETOR_{it}$) compuseram os modelos. Por resultados, identificou-se que a evidenciação da RSC associada a informações de cunho ambiental estariam positivamente associados a maiores níveis de GR. Assim, a presença de maiores informações de cunho ambiental podem sinalizar possíveis manipulações nos lucros, servido como um alerta para os *stakeholders*.

Palavras-chave: Teoria da Sinalização. Evidenciação Voluntária. Responsabilidade Social Corporativa. Gerenciamento de Resultados. Qualidade da Informação Contábil.

ABSTRACT

This research aimed to study the relationship between Corporate Social Responsibility and the Earnings Management level practiced by managers, from the perspective of the Signaling Theory. It is known that companies started to show voluntary information as a way to reduce the existing asymmetry with stakeholders, ensuring greater appreciation. In this way, managers can take advantage to practice discretionary attitudes, biasing the real feeling of voluntary disclosure. The literature points to an ambiguous relationship between such variables, with managers being able to use CSR ethically, reducing the level of EM and contributing to better information quality; or an opportunistic stance, shifting the investors' focus to manipulative attitudes about profits. Thus, we sought to analyze this relationship, taking as a sample the non-financial listed companies in Brazil, Bolsa Balcão (B3), non-financial, from the post-adoption period of IFRS, from 2010 to 2018. To define the Earnings Management level, the Pae model (2005) was used, with the residual regression module (GR_{it}) being the dependent variable, estimated by GMM (System Generalized Method of Moments). As for the proxy for Corporate Social Responsibility disclosure, it was estimated through content analysis of the Sustainability Reports, Reference Forms and Explanatory Notes of the companies, capturing the presence of 43 economic, environmental and social indicators, based on Callado (2010) and Murcia and Wuerges (2011). As a control, return of assets (ROA_{it}), leverage (END_{it}), corporate governance (GOV_{it}), market-to-book (MTB_{it}) and sector ($\sum SETOR_{it}$) made up the models. By results, it was identified that the disclosure of CSR associated with the environmental's information would be positively associated with higher levels of EM. Thus, the presence of more environmental's information may signal possible manipulation of profits, served as a warning to stakeholders.

Keywords: Signaling Theory. Voluntary Disclosure. Corporate Social Responsibility. Earnings Management. Quality of Accounting Information.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Indicadores de Responsabilidade Social Corporativa Utilizados.....	49
Quadro 2 - Definição das Variáveis de Responsabilidade Social Corporativa	50
Quadro 3 - Empresas que Compuseram a Amostra Final do Estudo	74

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Delineamento da Amostra	44
Tabela 2 - Análise Descritiva do Modelo (1)	54
Tabela 3 - Resultados das Regressões do Modelo (1)	55
Tabela 4 - Análise Descritiva dos Modelos (3) e (4).....	56
Tabela 5 - Resultados das Regressões dos Modelos (3) e (4)	58

LISTA DE ABREVIACOES

A	Ativo
AT	<i>Accruals</i> Totais
B ₃	Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DA	Dimensão Ambiental
DE	Dimensão Econômica
DS	Dimensão Social
END	Endividamento
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
GICS	Padrão Global de Classificao da Indústria
GMM	<i>System Generalized Method of Moments</i>
GOV	Governança Corporativa
GR	Gerenciamento de Resultados;
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i> ;
IBASE	Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econmicas;
IFRS	<i>Internacional Financial Reporting Standards</i>
ISE	ndice de Sustentabilidade Empresarial;
MTB	<i>Market-to-book</i>
PPE	Imobilizado
QIC	Qualidade da Informao Contábil;
ROA	Retorno Sobre o Ativo
RSC	Responsabilidade Social Corporativa;

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	12
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.3 OBJETIVOS	16
1.3.1 OBJETIVO GERAL	17
1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	17
1.4 JUSTIFICATIVA	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 TEORIA DA SINALIZAÇÃO	19
2.2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC)	21
2.2.1 DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DA RSC	23
2.2.1.1 RSC Como Base Informacional	28
2.2.1.2 RSC Como Tática Oportunista.....	30
2.3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL (QIC)	32
2.3.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS (GR)	33
2.3.2 MODELO DE ESTIMAÇÃO DE <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS	37
2.4 HIPÓTESE DE PESQUISA	39
2.4.1 EVIDENCIAÇÃO DA RSC COMO SINALIZADOR PARA GR.	39
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	44
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	44
3.2 ESTIMAÇÃO DOS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS	45
3.2.1 MODELO UTILIZADO	45
3.2.2 ESTIMAÇÃO POR GMM	46
3.3 ESTIMAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE RSC	48
3.4 DEFINIÇÃO DOS MODELOS	51
3.4.1 EVIDENCIAÇÃO DA RSC COMO DETERMINANTE DO NÍVEL DE GR.....	51
3.4.2 PROCEDIMENTOS ECONÔMICOS	52
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	54
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS	64
ANEXO	74

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Por meio dos demonstrativos contábeis, os investidores e demais usuários da informação são capazes de analisar e tomar conhecimento sobre a posição econômico-financeira das empresas. Tais informações precisam necessariamente representar fidedignamente a situação empresarial, assim como serem relevantes para que a tomada de decisão dos usuários seja a mais correta possível.

Orhun (2018) afirma que todas as empresas de capital aberto possuem a obrigatoriedade de divulgar informações básicas, estando contidas nos relatórios financeiros, como a Demonstração do Resultado e o Balanço Patrimonial. Porém, muitas empresas decidem divulgar além do que as normas exigem. Alguns órgãos reguladores emitem normas para que a qualidade da informação contida nesses relatórios seja mantida, garantindo maior credibilidade. Todavia, tais normas possuem algumas interpretações que permitem os gestores utilizarem do seu poder discricionário sobre a mensuração e evidenciação de informações incrementais.

Tal discricionariedade sobre as informações podem estar associadas à assimetria de informações que ocorre entre os gestores e investidores. Esta assimetria faz com que os gestores possuam informações privilegiadas, aos quais os investidores e demais usuários externos não tem acesso. Tal condição intensifica os conflitos de agência existentes entre as partes interessadas do negócio. Com isto, Ji, Lu e Qu (2017) demonstram que a divulgação voluntária de informações adicionais tende a reduzir a assimetria informacional, proporcionando um efeito sinalizador da situação empresarial para os investidores.

Janiszewski (2017) disserta que as empresas utilizam-se da divulgação voluntária para demonstrar informações adicionais, garantindo a atenção dos *stakeholders*, que interpretam a adição de novas informações como fatores sinalizadores de possíveis cenários empresariais. Sun et al. (2010) acreditam que a Teoria da Sinalização ganha força a partir da existência da assimetria informacional existente entre a gestão e *stakeholders*, na qual qualquer informação adicional fornecida já se torna sinal atrativo para os usuários, permitindo previsão de cenários, atribuindo efeitos à qualidade da informação contábil.

A valorização de informações por meio do mercado induz as empresas a buscarem vantagem competitiva, mediante a evidenciação de suas “qualidades” voluntariamente, e a ausência de maiores divulgações podem ser entendidas pelo mercado como um fator

sinalizador, de que talvez as empresas não estejam apresentando bons resultados, comprometendo a qualidade da informação e afetando negativamente o valor destas empresas (FRIAS; RODRÍGUES, GARCIA, 2014; CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017).

Dentre as divulgações de caráter voluntário, Tschopp e Huefner (2015) identificaram uma crescente importância dada à confecção de relatórios que compreendessem questões voltadas à Responsabilidade Social Corporativa. Os autores afirmam que ao confeccionar este tipo de divulgação, as empresas enfrentam vários tipos de desafios estruturais. Entretanto, tal prática vem se tornando fator integrante na composição dos relatórios em geral.

Tal perspectiva sobre a evidenciação voluntária de informações relacionadas à Responsabilidade Social Corporativa advém da necessidade de se atender às expectativas dos *stakeholders*, que com o decorrer dos anos passaram a ter maior atenção sobre as atitudes empresariais voltadas a questões sustentáveis. Lokuwaduge e Heenetigala (2017) apontam que demonstrar sustentabilidade sobre os negócios se tornou plano estratégico, afirmando que tal prática contribui para atender às expectativas dos usuários da informação interessados nas questões ambientais, sociais e econômicas, garantindo possíveis retornos futuros.

Esta atenção voltada para informações ambientais, sociais e econômicas advém desde o período da Revolução Industrial, onde foi perceptível, na década de 1980, que o crescimento econômico não seria o suficiente, e que questões sociais e ambientais seriam importantes para o desenvolvimento de um mercado promissor (COELHO; COELHO, GODOI, 2013).

Desta forma, Elkington (2004) definiu questões econômicas, social e ambiental como sendo os três pilares que despertam o desenvolvimento sustentável, originando a perspectiva do *Triple Bottom Line*. E baseando-se nessa perspectiva, as empresas com a finalidade de desenvolverem-se de maneira sustentável, passaram a adotar práticas que otimizassem estes três pilares. Dessa forma, além de utilizarem tais práticas sustentáveis, viu-se que a divulgação de tais atitudes poderia beneficiar aos negócios, desenvolvendo-se então como um plano estratégico.

Quanto ao incentivo gerado para que as organizações passassem a divulgar informações sustentáveis, elencam-se diversos benefícios possivelmente advindos em longo prazo, o que demonstra que tal prática passou a ser considerada como fator estratégico. Dentre os principais benefícios pode-se citar a valoração empresarial, melhora na reputação, aproximação e minimização de assimetrias com os *stakeholders*, redução com preocupação sobre condutas negativas, redução de custos com impostos, legitimidade, crescentes retornos

futuros, dentre outros. (GAMERSCHLAG; MÖLLER; VERBEETEN, 2011; BECCHETTI et al., 2012; SERVAES; TAMAYO, 2013).

Nota-se que o crescente investimento na divulgação de uma boa imagem empresarial, voltada a questões de RSC, pode acarretar em muitos benefícios que poderão ser usufruídos em longo prazo. Dessa forma, o sistema de gestão estratégica passou a adotar tal prática como forma de otimizar resultados e promover maiores retornos futuros, como defendido por Dye (2001).

Com isto, ao saber do interesse dos *stakeholders* sobre tal tema, os gestores podem nem sempre utilizar a RSC de maneira ética. Brooks e Oikonomou (2017) afirmam que as motivações reais para o investimento na divulgação sobre sustentabilidade podem ser voltadas a questões de conduta informacional, ou mesmo serem utilizadas de forma oportunista.

Por isso, duas vertentes teóricas se caracterizam a partir deste comportamento, pois ao divulgar informações sustentáveis, as empresas podem se tornar mais transparentes, reduzindo a assimetria de informações, aumentando a qualidade informacional, o que reduz as chances de um possível gerenciamento de lucros (MOUSELLI; JAAFAR; HUSSAINEY, 2012; RICHARDSON, 2000). Porém, tal prática pode também ser utilizada para mascarar resultados negativos ou, então, gerenciamentos discricionários sobre os lucros, prejudicando os investidores quanto a sua tomada de decisão, pois a qualidade da informação estaria danificada, tendo a legitimidade como fator de camuflagem (REZAEI; TUO, 2019).

Dessa forma, vê-se que a evidenciação voluntária pode estar associada ao gerenciamento de resultados empresariais, podendo ser fator benéfico ou maléfico para a qualidade da informação contábil, o que depende do posicionamento dos gestores frente as suas estratégias.

O gerenciamento de resultados se concentra na prática de manipulação de resultados, por meio de métodos limitados pelas normas. Independente da forma ou motivo ao qual o gerenciamento ocorra, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) afirma que tal ato conduz a uma distorção da real situação econômico-financeira da empresa, dificultando o trabalho dos usuários ao interpretar a realidade da mesma. Porém, tal ato não pode ser considerado como fraude, pois ocorre dentro dos limites estabelecidos pelas normas contábeis (DECHOW; SKINNER, 2000; FRANCESCHETTI, 2018).

Guidry e Patten (2012) afirmam que a qualidade da informação contábil evidenciada está diretamente ligada a proporção de evidenciação das informações empresariais. Já Martínez-Ferrero, García-Sánchez e Cuadrado-Ballesteros (2015) afirmam que está inversamente proporcional ao poder de gerenciamento dos resultados. Magrath e Weld (2002)

demonstram que as práticas de gerenciamento de resultados são auxiliares para os gestores demonstrarem que atingiram algumas metas enganando seus investidores.

Percebe-se que o poder discricionário dos gestores permite praticar GR, sendo facultativa a divulgação de informações adicionais, fato que ocorre devido à assimetria de informações, possivelmente danificando a qualidade da informação contábil. Baseando-se na Teoria da Sinalização, a qual reflete o conflito de assimetrias entre a gestão e os *stakeholders*, a evidenciação de informações sobre a RSC pode ser utilizada como fator sinalizador dos negócios empresariais.

Tendo em vista a perspectiva dos gestores em utilizar tal artifício como prática oportunista ou de forma ética, os investidores tendem a não identificarem a real finalidade das práticas sustentáveis, podendo ser enganados pela gestão.

Dessa forma entende-se que a divulgação de informações voltadas a questões de Responsabilidade Social Corporativa podem ser fatores determinantes para a qualidade da informação contábil, intensificando ou não a possibilidade dos gestores em utilizarem práticas para gerenciar seus resultados.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Tendo em vista que a assimetria de informações existente entre gestores e investidores intensifica os conflitos de agência, sabe-se que por meio da divulgação de informações voluntárias tal relação possivelmente se torna mais amena. Com isso, a Teoria da Sinalização aponta que evidenciar informações adicionais gera uma melhor relação entre as partes e pode sinalizar possíveis cenários para os investidores.

Apesar da evidenciação de informações ser um fator importante para que a Teoria da Sinalização ganhe forma, há um grande embate teórico sobre a Teoria da Evidenciação entre Verrechia e Dye. Enquanto que Verrechia (2001) aponta para um não consenso sobre a Teoria da Divulgação, Dye (2001) afirma que as empresas passam a divulgar informações voluntárias como forma de ganhar vantagem competitiva, buscando a confiança dos investidores, valor empresarial, maiores retornos, o que se codifica como uma estratégia empresarial.

Dessa forma, a Teoria da Divulgação Voluntária defendida por Dye (2001) se encontra com a Teoria da Sinalização, ao considerar a divulgação voluntária como um fator estratégico para o mercado.

Sabendo-se que a RSC se tornou importante aos negócios, devido ao crescente interesse dos *stakeholders*, sua evidenciação passou a ser considerada uma importante estratégia para as empresas, gerando possíveis benefícios futuros. Porém, tal prática pode ser utilizada sobre diferentes perspectivas. Entende-se que a RSC pode servir de critérios para agregação de valor empresarial, com isso os gestores podem utiliza-la de forma ética, respeitando sua relação com os investidores e meio ambiente; ou de forma oportunista, mascarando possíveis práticas gerenciais discricionárias, prejudicando o poder de decisão das partes interessadas.

Ambas as perspectivas refletem impactos sobre a qualidade da informação contábil, pois a RSC ao ser utilizada de forma ética pode contribuir para uma maior transparência e redução do gerenciamento de resultados. Já se utilizada de forma oportuna, pode contribuir para um aumento na manipulação de lucros.

Com isto, a presente pesquisa parte da perspectiva hipotética de que há uma possível relação entre a prática do Gerenciamento de Resultados e a divulgação de informações relacionadas à Responsabilidade Social Corporativa. Tendo em vista que os gestores podem-se utilizar de meios estratégicos: ou de transparência, ou de manipulação, entende-se que tal relação pode representar finalidades éticas ou oportunas.

Dessa forma, vê-se que o comportamento do gestor frente a RSC pode interferir na qualidade da informação contábil fornecida aos investidores. Com isso, pode-se levantar o questionamento sobre: **Qual a relação existente entre a evidenciação de informações sobre a Responsabilidade Social Corporativa e o nível de Gerenciamento de Resultados Empresariais no cenário Brasileiro?**

A partir deste questionamento, buscou-se estudar se nas empresas brasileiras de capital aberto, listadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3), não financeiras, os gestores utilizam-se da Responsabilidade Social Corporativa como fator determinante para a qualidade da informação contábil, entre os anos de 2010 a 2018.

Dessa forma, pôde ser observado se a evidenciação de tais informações sinalizou um comportamento ético ou oportuno por parte dos gestores, mediante o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* discricionários. Tais respostas tendem auxiliar os investidores a identificarem possíveis finalidades empresariais, ao se atentarem aos sinais de evidenciação da RSC.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Estudar a relação existente entre a evidenciação de informações relacionadas à Responsabilidade Social Corporativa e o nível de Gerenciamento de Resultados Empresariais das empresas de capital aberto, não financeiras, listadas na B3, entre os anos de 2010 a 2018.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Mensurar o nível de evidenciação de Responsabilidade Social Corporativa das empresas, baseado na perspectiva do *Triple Bottom Line*;
- Identificar o nível de Gerenciamento de Resultados das empresas
- Analisar a RSC nas dimensões: ambiental, econômica e social, frente ao nível de GR;
- Observar se a relação entre a RSC e o GR sinalizou finalidades éticas ou oportunas.

1.4 JUSTIFICATIVA

A RSC passou a ser considerada como um fator importante para as empresas, visto que desde a evolução econômica, baseado na perspectiva do desenvolvimento sustentável, seria necessário não apenas focar nas atividades econômicas, mas também na preservação ambiental e nas relações humanas.

Diversos órgãos reguladores e investidores têm pressionado as empresas para que se atentassem a esta perspectiva, se tornando fator importante para negociações e resultados futuros (BONSÓN; BEDNAROVA, 2015; GAO; ZHANG, 2015). Dessa forma, muitas empresas passaram a adotar práticas de RSC como meio estratégico para atrair a atenção dos *stakeholders*.

A RSC tornou-se parte integrante nos negócios empresariais, ganhando notoriedade por meio da evidenciação de relatórios, não padronizados, por meio de *web sites*, mostrando a interação dos processos econômicos com questões de preservação ambiental e relação com a sociedade, ilustrando as importâncias para os negócios (SERVAES; TAMAYO, 2013).

Frente à perspectiva de que a RSC tornou-se fator determinante para os negócios empresariais, tal tema se tornou foco de pesquisa. Na literatura internacional, vê-se que pesquisas foram desenvolvidas sobre a relação existente entre a RSC e a qualidade da informação contábil, tendo como vertente de qualidade o GR. Porém na literatura brasileira

foi possível observar poucos trabalhos que abordassem tal tema, como Murcia e Wuerges (2011), Silva (2016), Silva e Costa (2017), e Consoni Colauto e Lima (2017).

No período pré IFRS a evidenciação de informações sociambientais não apresentaram relação com o nível de gerenciamento de resultados (MURCIA; WUERGES, 2011), porém as pesquisas que trabalharam com o período pós IFRS apresentaram relação significativa entre a qualidade dos lucros com a transparência de informações socioambientais (SILVA, 2016; SILVA; COSTA, 2017; CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017). Notou-se que as *proxys* utilizadas nas pesquisas com amostras advindas do período pós IFRS, não capturavam o conteúdo dos relatórios, o que demonstrou uma lacuna e possibilidade para a realização desta pesquisa.

Face à perspectiva do poder discricionário dos gestores, a relação existente entre a RSC e o GR pode ser resultado de atitudes éticas ou oportunistas. Nos trabalhos de Murcia e Wuerges (2011), Silva (2016), Silva e Costa (2017), e Consoni Colauto e Lima (2017), apenas a perspectiva ética foi considerada, ao associar uma relação negativa entre a RSC e o GR.

Outro fator importante está inerente aos procedimentos metodológicos utilizados nessa pesquisa, ao estimar os accruals discricionários pelo modelo de Pae (2005), por GMM (*System Generalized Method of Moments*). Com isto, buscou-se a sua utilização como forma de corrigir os efeitos endógenos e de autocorrelação dos resíduos do modelo.

Dessa forma, a presente pesquisa pôde analisar o conteúdo dos relatórios empresariais e relacionar com o nível de GR das empresas, numa amostra com período mais amplo, sendo possível captar o comportamento dessa relação frente à adoção das práticas contábeis pós IFRS, por meio de métodos mais adequados, o que até então não havia sido explorado.

Por meio dos resultados, viu-se que informações voltadas a questões ambientais, estariam diretamente relacionadas a práticas de GR. Dessa forma, pôde-se concluir que tal relação poderia expressar atitudes oportunas dos gestores, como um possível plano estratégico. Utilizando-se de atitudes discricionárias sobre práticas contábeis, para atingir determinados objetivos. Tal resultado confronta as pesquisas de Murcia e Wuerges (2011), Silva (2016), Silva e Costa (2017), e Consoni Colauto e Lima (2017), contribuindo para um adicional na literatura sobre o tema, refletido pelo diferencial metodológico utilizado.

Com isto, esta pesquisa poderá auxiliar os investidores a refletirem sobre a real intenção dos gestores ao se engajarem em práticas responsabilmente sustentáveis e evidenciarem tais informações. E dessa forma, se atentarem à qualidade das informações lhes reportada, observando possíveis sinais de atitudes éticas ou oportunas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA SINALIZAÇÃO

Disponibilizando informações ao mercado, as empresas tendem a adotar uma postura mais transparente, possibilitando que os stakeholders utilizem do maior número de dados possíveis para que as decisões sobre seus investimentos sejam tomadas. Porém, além das informações obrigatórias, alguns dados adicionais podem ser úteis aos usuários externos, e cabe à decisão da gestão evidenciar ou não essas informações.

Dessa forma, surge o problema da assimetria informacional, descrita por Koetz, Santos e Kopschina (2009) como um cenário, em que diferentes partes de uma transação possuem diferentes níveis de informação, caracterizando assim um acesso privilegiado de informações apenas a uma das partes do negócio. Neste aspecto, conclui-se que os gestores possuem vantagem informacional em relação aos investidores, o que se configura como um problema de assimetria.

Para Dalmácio (2009), o privilégio que os gestores possuem em relação às informações empresariais, atenua a questão da assimetria informacional entre mercado e empresas, contribuindo para que se crie um ambiente de incertezas em relação às decisões e investimentos por parte dos *stakeholders*.

Com isto, ao evidenciar informações privilegiadas, as empresas reduzem a assimetria informacional e sinalizam ao mercado informações importantes. Este processo de sinalização representa um importante elemento para que os *stakeholders* possam tomar suas decisões a partir do que foi demonstrado ao mercado (DALMÁCIO, 2009).

Advindo do problema de assimetria informacional enfrentado pelo mercado, a Teoria da Sinalização surge como uma base de explicação para o comportamento do mercado em relação aos sinais emitidos pelas empresas (SPENCE, 1973; DALMACIO, 2009). Desenvolvida por Spence (1973), tal teoria além de explicar os problemas decorrentes com a assimetria informacional, discute aspectos que envolvem as relações entre as empresas e o mercado.

A necessidade de reduzir a assimetria informacional para a tomada de decisão embasa a Teoria da Sinalização. Mota, Coelho e Queiroz (2014) afirmam que a Teoria da Sinalização demonstra como a assimetria informacional entre os mercados pode ser dirimida por meio da sinalização de informações evidenciadas pelas empresas. Ou também, entender situações em

que ocorra a sinalização de algumas informações, antes de algum contrato ser firmado (VIANA; PONTE, 2015).

Nesse contexto, Mota, Colhe e Queiroz (2014) afirmam que podem existir situações de assimetria entre partes interessadas em um contrato. Desse modo, uma das partes ao possuir informações privilegiadas, constitui vantagem competitiva na transação, caracterizando uma relação assimétrica (MOTA; COELHO; QUEIROZ, 2014).

Conforme Spence (1973), a emissão de sinais pelas empresas permitem a distinção e a competitividade entre as mesmas no mercado, sendo capaz de alterar crenças, o que pode melhorar a qualidade da informação e facilita o entendimento dos *stakeholders*. Desta forma, os sinais emitidos podem ser caracterizados como informações de teor negativo, neutro ou positivo junto ao mercado (SPENCE, 1973).

A sinalização pode ser entendida como um mecanismo em que são enviados os sinais por parte das empresas, posteriormente recebidas e interpretadas pelo mercado, e por último, respondidas em retorno para as empresas (ALSOS; LJUNGGEN, 2016). Tal processo pode ser interpretado como um ciclo, ao qual, quanto maiores às informações, maiores os retornos, o que leva a novos sinais.

Porém, Spence (1973) adverte que a sinalização requer custos, e que a partir desse custo há uma distinção entre aqueles que estão dispostos a emitir os sinais. Dessa forma, o autor afirma que a Teoria da Sinalização ganha sentido a partir deste ponto.

Alsos e Ljunggren (2016) explicam que o gestor só será competente quando os sinais emitidos pela gestão forem interpretados pelos investidores de forma compreensível, entendendo então o real valor da informação reportada. Nisso, o valor da informação passa a ser baseada pelo custo ao qual foi incorrido para a sua sinalização (ALSOS; LJUNGGREN, 2016).

A assimetria prejudica não só o mercado, como também a própria gestão, mesmo que os gestores acreditem em seu privilégio sobre dados internos. Cardoso, Silva e Silva (2017) demonstram que a qualidade da empresa fica desconhecida perante altos níveis assimétricos de informação, pois os investidores não conseguiriam distinguir o real valor dos negócios. Empresas com alto valor perdem a vantagem competitiva sobre as empresas de menor valor, caso não sinalizem ao mercado seu diferencial (CARDOSO; SILVA; SILVA, 2017).

A vantagem competitiva se torna um fator determinante para que as empresas passem a dispor maiores informações ao mercado, pois baseado na perspectiva de An, Davey e Eggleton (2011), empresas com alta qualidade estimulam-se a demonstrar que são superiores quanto a suas concorrentes, podendo atrair mais investidores.

Dessa forma, Dalmacio (2009) destaca que é possível identificar o potencial de sinalização das empresas, e que essa característica varia muito no mercado. Tal perspectiva pode ser entendida, ao considerar os diferentes objetivos empresariais em meio à competição no mercado, tendo em comum a finalidade de sinalizar o seu valor (ALVES; GRAÇA, 2013).

Num mercado em que há valorização por um número maior de informações, empresas com um maior nível de divulgação, inclusive informações voluntárias, tendem a otimizar a qualidade das informações divulgadas (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017). Com isto, a falta de divulgação pode sinalizar ao mercado que as empresas em questão não apresentem bons resultados, comprometendo a sua qualidade, vindo a afetar negativamente o valor de tais empresas (FRIAS; RODRÍGUEZ; GARCIA, 2014).

Quanto maior o nível de informações reportadas, possivelmente o mercado considerará melhor a qualidade da informação. Desse modo, An, Davey e Eggleton (2011) afirmam que a evidenciação voluntária de informações não obrigatórias serve como um bom sinal para que a imagem organizacional seja melhorada.

Consequentemente, a Teoria da Sinalização pode ser utilizada como explicação para o *disclosure* voluntário, pois os gestores das companhias de alta qualidade, com o intuito de se diferenciarem das empresas com menores vantagens, tendem a demonstrar ao mercado seu valor (WATSON, SHRIVES; MARSTON, 2002). Sinalizando informações importantes, há a crença de que o mercado responda com maiores investimentos (WATSON, SHRIVES; MARSTON, 2002).

Além da busca por investidores potenciais para as empresas, An, Davey e Eggleton (2011) citam a minimização dos custos de capital, a redução da instabilidade das ações, a melhor compreensão dos negócios e um aperfeiçoamento da relação entre a gestão e os stakeholders.

Porém, ao considerar que as empresas evidenciam informações voluntárias sobre a Responsabilidade Social Corporativa, há duas vertentes que afirmam que essa divulgação pode sinalizar um comportamento ético ou oportuno.

2.2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC)

A percepção empresarial sobre o desenvolvimento desencadeou-se a partir da Revolução Industrial, ao qual visava o crescimento econômico como o principal fator desenvolvimentista. Porém, a partir da década de 1980, percebeu-se que questões sociais e ambientais também seriam pilares importantes para a construção de um mercado promissor,

influenciados por um bom cenário econômico (COELHO; COELHO, GODOI, 2013). Com o despertar da perspectiva de um desenvolvimento sustentável, as empresas passaram a adotar novas práticas que otimizassem os três pilares: econômico, social e ambiental, definidos por Elkington (2004) como o *Triple Bottom Line*.

Com isto, a Responsabilidade Social Corporativa passou a ser considerado como um compromisso empresarial em operar no nível econômico, social e ambiental, reconhecendo os direitos das partes interessadas aos negócios (KANSAL; JOSHI; BATRA, 2014), tendo recebido atenção e pressão constante de órgãos reguladores e investidores, para se tornarem cada vez mais responsáveis com questões socioambientais (BONSÓN; BEDNAROVA, 2015; GAO; ZHANG, 2015), sendo um elemento importante para o mundo dos negócios.

Tal perspectiva impulsionou várias pesquisas contábeis a abordarem a Responsabilidade Social Corporativa como fator determinante aos negócios empresariais. Segundo Zhao, Zhang e Kwon (2018), viu-se que havia três principais correntes de abrangência para a RSC, sendo a primeira delas composta pelo pensamento Friedman (1970), que afirmava a responsabilidade única e principal para os acionistas, por meio da maximização dos lucros, definindo a Teoria dos *Shareholders*.

A segunda corrente baseava na perspectiva de Carroll (1979), que defendia a responsabilidade empresarial pela sua atividade principal; ao cumprimento das leis voltadas a sua atividade econômica; a ética perante seu comportamento; e a responsabilidade discricionária que não englobaria o que estava estabelecido em leis. A terceira corrente defendida por Freeman (1984), afirmava que as organizações se mantinham envolvidas com seus usuários da informação, definindo assim a Teoria dos *Stakeholders*.

Percebe-se que as três correntes em ordem cronológica demonstram a percepção gradativa das instituições com a sociedade ao qual estão envolvidas, não englobando apenas a lucratividade, mas também a percepção de suas ações perante a legalidade e relação com seus potenciais usuários. Dessa forma, vê-se que o compromisso empresarial mediante questões sociais e ambientais se tornaram fator de interesse para os usuários da informação contábil, podendo gerar benefícios em logo prazo, constituindo um fator relevante para o ambiente corporativo. Com isso, evidenciar práticas relacionadas a sustentabilidade se tornou ato comum entre as empresas para satisfazer possíveis necessidades dos *stakeholders*.

Conforme Grecco, Geron e Grecco (2017), o impacto das ações empresariais sobre a sociedade e o meio ambiente proporcionaram um aumento na importância de tais práticas sustentáveis, corroborando para um incentivo a evidenciação de tais atos em relatórios. Andrade et al. (2013) destacam que a sustentabilidade empresarial pode ser considerada como

um grande investimento que vai ao encontro com as necessidades dos usuários interessados aos negócios empresariais. Com isso, Rezaee (2016) afirma que os *stakeholders* passaram a se atentar a divulgação de informações relacionadas ao desempenho sustentável com mais intensidade.

Com o aumento gradativo do envolvimento das empresas em atividades de RSC, o conteúdo das informações relacionadas a perspectiva socioambiental a ser divulgada se torna fator determinante para a transparência da organização (BECCHETTI et al., 2012; CLARKSON et al., 2013). Dessa forma, empresas transparentes conseguem atender melhor à demanda dos investidores e órgãos reguladores, demonstrando em seu escopo informações não financeiras, incluindo relatos de ações sociais e ambientais (REZAEI; TUO, 2019).

Tschopp e Huefner (2015) apontam para um crescimento gradativo da importância dada aos relatórios de RSC, e apesar de ainda enfrentarem desafios estruturais, estão se tornando parte integrante na composição dos relatórios em geral. Lokuwaduge e Heenetigala (2017) ressaltam para uma crescente estratégia empresarial baseada na integração da sustentabilidade aos negócios, afirmando ser um possível caminho para o futuro ao contribuir com as expectativas das partes interessadas em relação às questões ambientais, sociais e econômicas.

Nota-se que a percepção empresarial sobre os interesses dos *stakeholders* em relação a questões ambientais impulsionam as empresas a investirem em uma maior divulgação de atitudes socialmente responsáveis, e a evidenciação de tais atos se torna um meio para que as empresas consigam demonstrar serem legítimas tanto para os órgãos reguladores, como para os investidores, podendo ocasionar benefícios futuros.

2.2.1 Divulgação Voluntária da RSC

Informações empresariais são necessárias para que os stakeholders possam tomar suas decisões perante os negócios, e dessa forma, valorizar as ações da empresa. Neste contexto, os gestores veem-se motivados a ofertar as melhores informações possíveis, em busca da vantagem competitiva nos negócios (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017).

A Teoria da Divulgação, no entanto, busca identificar os principais motivos para que as empresas divulgassem suas informações, tendo por base o confronto de ideais teóricos entre Verrecchia e Dye. Mediante a questão sobre a qual a divulgação voluntária ocorre de forma parcial, Verrecchia (2001) afirma que não há uma teoria unificada sobre a divulgação

voluntária, mas Dye (2001) o contrapõe ao afirmar que a teoria da divulgação voluntária funciona de forma eficiente.

Para Verrecchia (1983), a divulgação voluntária não atinge sua totalidade, pois o que motivaria os gestores a evidenciar informações importantes seria o possível valor atribuído para a empresa. Porém, este valor não sofreria alterações, pois os custos incorridos na divulgação seriam os mesmos, seja para maiores ou menores níveis de evidenciação.

Dye (1985) afirma que os custos de evidenciação variam de acordo com o montante divulgado, e que os investidores não teriam como saber se os gestores estão retendo informações pessimistas, não podendo interpretar a falta de informações como um sinal ruim. Seria necessário entender os motivos pelos quais os gestores evidenciarão notícias otimistas ou pessimistas, dentre as demais informações ao qual possui (DYE, 1985).

De acordo com o estudo de Verrecchia (2001) sobre a Teoria da Divulgação, o autor faz uma abordagem analítica dos trabalhos desenvolvidos sobre o tema e classifica-os em três categorias. A primeira delas reflete as pesquisas sobre Divulgação Baseada em Associação, onde é visto a relação dos efeitos exógenos da evidenciação sobre as ações dos investidores diante o mercado.

A pesquisa sobre a Divulgação Baseada em Eficiência refletiria quais informações seriam preferivelmente importantes e eficientes para a divulgação; enquanto que a pesquisa sobre a Divulgação Baseada em Julgamento reflete a discricionariedade dos gestores sobre a divulgação de informações que eles poderiam ter conhecimento (VERRECCHIA, 2001).

Um dos principais pontos defendidos por Verrecchia (2001) seria que as empresas não se imporiam a evidenciar informações que não fossem verdadeiras. Neste ponto, Dye (2001) explica que a divulgação voluntária pode ser considerada um caso especial da Teoria dos Jogos, porque além de não ser possível concluir que as empresas estão evidenciando apenas informações reais e benéficas, não seria fácil comprovar se elas estão manipulando informações.

Enquanto Verrecchia (1983) não considera a evidenciação voluntária uma teoria consistente, Dye (2001) demonstra que tal teoria baseia-se na premissa de que os gestores evidenciarão informações que otimizem seus resultados, buscando superar seus custos de divulgação, possivelmente gerando valor aos negócios.

Nesse contexto, o crescente interesse pelos stakeholders sobre as ações socioambientais explicam o motivo pelo qual as organizações viram a necessidade de evidenciar suas práticas de RSC, pois seria um possível fator diferencial aos negócios.

De acordo com Lokuwaduge e Heenetigala (2017), há uma necessidade crescente para que as empresas se engajem em atividades responsáveis pela e para a sociedade. Os autores ainda afirmam que a preparação de relatórios que abrangem informações voluntárias sobre ações socioambientais tem aumentado no decorrer dos anos.

Nesse sentido, entende-se que há um crescente interesse nos relatórios que retratam sobre a RSC das empresas, e a partir dessa perspectiva as organizações tem mudado seu perfil comportamental, oferecendo maior transparência em seus negócios, atendendo então as necessidades dos *stakeholders*, que são as partes interessadas (AERTS; CORMIER; MAGNAN, 2008; KIM; PARK; WIER, 2012; DENG; KANG; LOW, 2013).

Lokuwaduge e Heenetigala (2017) enfatizam que os usuários das informações podem usar os relatórios de RSC para elaborar estratégias de gestão, monitorando o desempenho não financeiro que poderia impactar nos resultados da sustentabilidade econômica em longo prazo. Com isso, os relatórios de RSC, ao atender as necessidades dos *stakeholders*, se tornariam possível fator material e oportuno, melhorando a qualidade dos negócios e da informação reportada.

O constante incentivo para as empresas se tornarem mais transparentes, ao divulgarem informações não obrigatórias, fez com que a divulgação voluntária de informações socioambientais se tornasse mais constante, porém a falta de padronização entre as formas de evidenciação se tornou fator problemático. De acordo com Lokuwaduge e Heenetigala (2017), embora haja estruturas que cubram a formatação dos relatórios de RSC, tais estruturas não proporcionam a comparação de resultados entre empresas, por períodos e por setores. Além disso, os autores afirmam que as informações divulgadas diferem em conteúdo e critério, além de estilo e complexidade que cada empresa utiliza em seu relatório de RSC, e isso dificulta o julgamento entre melhores e piores, gerando inconsistência e insuficiência informacional.

Os Relatórios de Sustentabilidade são considerados como instrumentos de discurso institucional, demonstrando o grau de responsabilidade empresarial em frente aos impactos causados ao meio ambiente, revelando a importância da gestão estratégica ambiental, porém, cada empresa tem a liberdade de adotar modelos próprios ou padronizados de evidenciação (COELHO; COELHO; GODOI, 2013).

Como tática organizacional para os relatórios de RSC divulgados, a Organização Internacional para a Padronização (ISO) e a *Global Reported Initiative* (GRI) definiram padrões de orientação como forma de melhor estruturar os relatórios de sustentabilidade, se

tornando prática padrão, possibilitando melhor confiabilidade e validade das informações (VERSCHOOR, 2011).

Porém, Romolini, Fissi e Gori (2014) afirmam que mesmo que a iniciativa da GRI seja de melhorar a qualidade da divulgação do desempenho socioambiental, tal prática ainda continua sendo voluntária e os padrões expostos seguem diferentes diretrizes, tendo as empresas a livre escolha para escolher qual diretriz seguir ou adotar qualquer outra forma que preferir.

A GRI de fato colabora para uma melhor padronização dos relatórios de sustentabilidade evidenciados pelas empresas, porém o contexto de voluntarismo aos quais tais informações estão associadas faz com que o conteúdo inserido nos relatórios não seja constante ou igualitário para todas as organizações, isto é um dos principais pontos críticos, pois não há possibilidade de comparação entre as informações reportadas pelas empresas, não sendo possível distinguir quem é mais ou menos responsavelmente sustentável.

No contexto brasileiro, além da adoção das normas sugeridas pela GRI, as empresas seguem exigências de alguns órgãos específicos que visam também uma melhor harmonização de informações socioambientais, podendo citar o Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) que constitui um modelo do Balanço Social e a Brasil, Bolsa, Balcão (B3), criadora do Índice de Sustentabilidade Empresarial.

O Balanço Social do modelo IBASE compreende uma demonstração que engloba as informações referentes à RSC das empresas, apresentando os benefícios sociais internos, externos e ambientais, compreendendo publicações anuais referentes a projetos, benefícios e ações sociais direcionadas aos *stakeholders*, servindo como um instrumento estratégico multiplicador para as organizações (DEGENHART; MAZZUCO; KLANN, 2017).

Já a ISE é um indicador que estimula a responsabilidade empresarial, criada pela BM&FBovespa (atual B3) juntamente com outras instituições, como forma de integração de um índice com reflexo para investimentos responsáveis. É considerada como uma ferramenta de avaliação da sustentabilidade corporativa das empresas que compõem a B3, baseada na eficiência econômica, equilíbrio ambiental, governança corporativa e igualdade social; diferenciando as empresas de acordo com o seu comprometimento com as questões sustentáveis e demonstrando o desempenho empresarial nas dimensões econômico, financeira, social e ambiental (B3, 2019).

A ISE é composta por até 40 empresas dentre as 200 ações mais líquidas da B3, e a participação em tal indicador ocorre de forma voluntária, por meio de uma seleção que segue o padrão do *Triple Bottom Line* nos questionários aplicados, fazendo menção à avaliação

social, ambiental e econômica, englobando questões como o relacionamento com empregados, comunidade, governança corporativa e impactos ambientais (SILVA; COSTA, 2017).

Ao classificar-se no ISE a empresa se legitima como uma das mais responsáveis com questões sustentáveis, e, de acordo com Hummel e Schlick (2016), a legitimidade e a evidenciação são complementares, demonstrando que empresas legítimas tendem a evidenciar com mais afinco que responde aos preceitos do desenvolvimento sustentável.

A legitimidade empresarial é um dos principais focos, pois dessa forma a boa impressão para os *stakeholders* proporcionam possíveis benefícios futuros. Para alcançar a legitimidade, as empresas evidenciam o máximo de informações que remetam a uma boa classificação entre as melhores, se tornando um ponto estratégico empresarial.

Apesar das diretrizes existentes para uma melhor padronização dos relatórios de RSC, cabe à gestão a decisão de como tais relatórios serão gerenciados e quais indicadores serão trabalhados (LOKUWADUGE; HEENETIGALA, 2017), com isso os sistemas de gestão e a ética empresarial se tornam fatores determinantes para a evidenciação (ROMOLINI; FISSI; GORI, 2014). Neste processo, estima-se que as ações voltadas a RSC otimizem as relações com os *stakeholders*, sinalizado uma imagem de “boa empresa” (SCHOLTENS; KANG, 2013), provocando possíveis retornos, como um melhor acesso ao financiamento de capital, determinando assim uma relação direta entre a responsabilidade social e o desempenho financeiro (SUN et al., 2010; REZAEI; TUO, 2019).

A literatura relacionada a RSC afirma que os principais fatores que determinam a evidenciação de informações sobre a posição sustentável da empresa estão associadas questões financeiras. Tem-se como exemplo o aumento do valor empresarial, construção da boa imagem, melhora de reputação, fortalecimento de laços com os *stakeholders*, alívio de preocupações com condutas negativas, maximização do valor, minimização de conflitos e evita consequências negativas de custos adicionais e impostos (GAMERSCHLAG; MÖLLER; VERBEETEN, 2011; BECCHETTI et al., 2012; SERVAES; TAMAYO, 2013).

Percebe-se que quanto mais se investe em questões relacionadas a RSC, tanto as suas práticas, como a forma de evidenciá-las, muitos benefícios poderão ser conquistados pelas empresas, com isso o sistema de gestão estratégica ambiental provavelmente tende a otimizar seus resultados, promovendo maiores benefícios. Dessa forma, as empresas tendem a divulgar com mais intensidade informações benéficas a sua conduta, gerando assim um impacto positivo (NOVELINI; FREGONESSI, 2013).

Coelho, Coelho e Godoi (2013) afirmam que todo o impulso para a evidenciação voluntária da RSC é carregado de interesses, na qual as empresas buscam sair de possíveis intervenções legais e de possíveis impactos negativos perceptíveis ao meio ambiente, tanto por meio da legalidade como por práticas oportunistas, visando o menor impacto aos seus negócios. Dessa forma, Brooks e Oikonomou (2017) discutem que as motivações reais para o investimento e divulgação de RSC são a conduta informacional de fato e a conduta oportunista.

Com isto, estende-se que todo aparato empresarial para a divulgação de informações pertinentes a RSC tem finalidade estratégica, garantindo como benefícios futuros um possível aumento nos lucros, maiores retornos de ações ou maiores investimentos. Porém para atingir tal sucesso, as empresas tendem a agir ou não de forma legal com seus usuários, evidenciando informações reais como propósito de aumentar o poder de divulgação e melhorar as relações com os stakeholders, ou então usar de artifícios para mascarar possíveis táticas gerenciais ou resultados não satisfatórios.

2.2.1.1 RSC Como Base Informacional

A primeira vertente acredita que a preocupação empresarial com questões sobre a RSC está associada a conscientização empresarial sobre seus atos em relação a sociedade e meio ambiente, com isso utiliza dos melhores meios possíveis para demonstrar que está fazendo um trabalho responsável e ético.

Ernfjord e Voigr (2018) acreditam que o comportamento responsável das empresas pode ser encarado como uma ação altruísta e o sucesso posterior a tais práticas é mais facilitado, sendo então uma vantagem competitiva sobre aqueles que não utilizam da RSC em sua estratégia. Com isso os autores acreditam que a organizações devem abraçar causas que remetem a RSC como uma obrigação ética.

Com isto, a percepção da busca pela ética empresarial é vista pela maioria dos autores como fator determinante para uma responsabilidade real empresarial. Vê-se que ao adotar esse pensamento as empresas passam a ter gestores que lucram menos com informações internas (GAO; LISIC; ZHANG, 2014); há um estímulo a iniciativas ambientais para uma melhor cultura organizacional, com crença e valores baseados na honestidade (LITT; SHARMA; SHARMA, 2013); e maior concentração em incentivos não financeiros, com menor incidência de manipulação de resultados (ECCLES; IOANNOU; SERAFEIM et al., 2012).

Kim, Park, Wier (2012) acreditam que além das questões éticas, as empresas utilizam fatores de reputação como estímulo para a responsabilidade socioambiental. Uma empresa ao divulgar que está praticando atitudes socioambientais responsáveis tende a reduzir percepções ruins sobre as ações das empresas, garantindo então melhores chances de captação de recursos, criando vantagens competitivas, conseguindo auxílio de forças externas (MARTÍNEZ-FERRERO; BANERJEE; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016; ERNFJORD; VOIGR, 2018).

Porém Andrade et al. (2013) defende a hipótese de que as empresas executam atividades responsáveis visando não só apenas lucros ou aumentos valorais em longo prazo, mas de fato haveria um interesse na preocupação dos fatores social e ambiental. Sendo então desenvolvida ações que pudessem promover o bem social e ambiental, além do cumprimento de leis, exercendo um voluntarismo sustentável.

Porém, uma questão importante a ser tratada se refere a diferença crucial entre desempenhar o papel da RSC e evidenciar tais atos às partes interessadas, pois ambas podem não ter a mesma intensidade de execução. Hahn e Kühnen (2013) acreditam que pode haver duas possibilidades de relação e a mais otimista acredita numa interação positiva, demonstrando que quanto maior é o engajamento empresarial com questões responsáveis, maior é o estímulo para a divulgação voluntária.

Para Brooks e Oikonomou (2017), a legitimidade é um grande fator de influência para a divulgação de informações sobre RSC, pois as empresas necessitam serem bem vistas mediante seus atos sustentáveis, com isso proporciona acréscimos benéficos na reputação, além de melhorias em avaliações financeiras.

O método da divulgação voluntária é visto por muitos autores como uma forma de beneficiar a relação com os *stakeholders*, reduzindo a assimetria informacional e oferecendo maiores detalhes dos negócios às partes interessadas (WANG; YE; CAO, 2016). Com a redução de assimetrias, mais analistas e investidores tendem a serem atraídos pelos negócios, além da atenção midiática (DHALIWAL et al., 2011; HAHN; KÜHNEN, 2013). Como ponto estratégico, a transparência proporciona uma menor evasão fiscal (LANIS; RICHARDSON, 2012), maior valor e desempenho econômico e financeiro (KIRON et al., 2015) e tendem a beneficiar a qualidade da informação reportada aos usuários (ERNFJORD; KALLE, 2018).

Rezaee e Tuo (2019) destacam que a qualidade da informação contábil estaria diretamente associada à divulgação voluntária da RSC, melhorando as operações empresariais, e tendo a boa reputação como incentivo para maiores evidenciações a relação entre a evidenciação e qualidades dos lucros seria amplamente fortalecida. Choi, Lee e Park

(2013) também demonstram que há uma proporção positiva entre a qualidade dos lucros e a RSC, atendendo então a necessidade dos stakeholders por informações mais seguras da gestão.

Dessa forma, ao se engajar na evidenciação voluntária de informações referentes a RSC, a qualidade da informação tende a ser otimizada reduzindo as chances de que ocorra algum tipo de manipulação gerencial. Fato esse é confirmado pelas pesquisas de Kim, Park e Wier (2012), Scholtens e Kang (2013) e Almahrog, Aribi e Arun (2018), ao demonstrar que há uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados com a adoção de práticas de RSC, por meio da evidenciação voluntária, por meio de gerenciamentos reais, prudência dos relatórios, redução da assimetria e melhora das expectativas por parte dos investidores.

Todas as evidências relatadas trataram da evidenciação da RSC como fator benéfico para os negócios, tanto a questão de transparência informacional como garantia de redução de assimetria e aumento na qualidade da informação, porém há perspectivas que apontam tal prática como um poder de distorção para a percepção dos *stakeholders*. De acordo com Martínez-Ferrero, García-Sánchez e Cuadrado-Ballesteros (2015) tal fato pode ser explicado pela busca de apoio das partes interessadas, reduzindo o risco do impacto negativo, se tornando então um comportamento oportunista, e segundo Faisal (2018), utilizado como uma estratégia de entrincheiramento pelos gestores.

2.2.1.2 RSC Como Tática Oportunista

Nesta perspectiva, a evidenciação de informação de RSC passa a ser considerada como uma tática estratégica, podendo influenciar a percepção dos investidores sobre os resultados contábeis. De acordo com Deegan (2002), os gestores podem utilizar-se de informações evidenciadas voluntariamente para manipular a percepção dos *stakeholders*, e com isso conseguir apoio e aprovação, para garantir uma possível legitimidade.

Dessa forma, um dos principais objetivos de se constituir a legitimidade é mitigar possíveis efeitos negativos de más notícias e responder a constantes pressões de órgãos reguladores e grandes *stakeholders* (BHATTACHARYYA; CUMMINGS, 2015; HUMMEL; SCLICK, 2016). Ao melhorar a reputação e a legitimidade empresarial, Jensen e Meckling (1976) afirmam que há consistência com a teoria da agência, baseando-se na premissa do conflito de interesses ente os gestores e acionistas.

Segundo Hoang, Abeysekera e MA (2019), as organizações utilizam-se de diferentes métodos para reduzir o conflito de interesses entre as partes interessadas, e uma delas seria

por meio da divulgação voluntária de informações. Com isto, informações referentes a RSC seriam úteis para os gestores utilizarem seu poder de discricção. Dessa forma, a teoria da agência sobre a RSC demonstra que os gestores utilizariam de formas oportunistas para atingir metas que provavelmente não ofereçam retornos significativos aos acionistas (HOANG; ABEYSEKERA; MA, 2019).

Sabendo-se que as informações reportadas aos usuários relacionadas a RSC tem caráter voluntário, a própria forma de evidenciar pode sofrer poder discricionário, tanto quanto a estrutura como o conteúdo. Hummel e Schlick (2016) afirmam que a administração possui incentivo discricionário para selecionar a qualidade e quantidade de informações que reportam os relatórios de RSC, liberando possíveis imagens de bom desempenho sustentável, consistindo com a teoria da evidenciação voluntária, porém mantendo encoberto possíveis ações desfavoráveis, maquiada por uma legitimidade.

Há poucas pesquisas que abordam a posição oportunista dos gestores frente a evidenciação voluntária de informações de RSC. Porém, pode-se citar que os principais achados demonstram que os incentivos para o oportunismo envolvem a percepção de que bons desempenhos geram recompensas e evitam penalidades (MATSUMURA; PRAKASH; VERA-MUÑOZ, 2013); os mercados não conseguem detectar com facilidade quando as informações reportadas tem caráter estratégico (MARTÍNEZ-FERRERO et al., 2016); os gestores utilizam tal tática como estratégia de entrincheiramento (FAISAL et al., 2018); e os gerentes tendem a adotar perspectivas oportunistas de curto e longo prazo e tal comportamento é mais incidente em países emergentes (HOANG; ABEYSEKERA; MA, 2019).

Conclui-se que a vertente oportunista da evidenciação da RSC compreende, de acordo com Brooks e Oikonomou (2017), uma “lavagem verde” (*greenwashing*), o que significa um aspecto de aparente importância sobre as questões que envolvem a RSC, porém negligencia aspectos não observáveis (WU; ZHANG; XIE, 2020).

Desse modo as empresas tendem a demonstrarem em seus relatórios os principais pontos que possibilitem uma visão otimista sobre as atitudes empresariais, associada a uma possível manobra estratégica de mascarar resultados não satisfatórios, afetando assim a qualidade da informação contábil, o que atenua a possibilidade de gerenciamento de resultados.

2.3 QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL (QIC)

A Contabilidade possui em sua estrutura conceitual características qualitativas da informação que se segregam em fundamentais e de melhoria. Dentre as características fundamentais encontram-se a relevância e a representação fidedigna como indispensáveis e importantes; já as características de melhoria envolvem a comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e a compreensibilidade, menos criteriosas, porém importantes (MACKENZIE et al., 2013).

As informações reportadas nos relatórios contábeis, ao se adequarem aos preceitos estabelecidos pela estrutura conceitual, passam a garantir uma melhor qualidade no seu conteúdo. Tal fator se torna determinante para a melhor tomada de decisão, sendo adequada e compreensível aos usuários que a usufruem (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Grougiou et al. (2014) reafirmam que a melhor tomada de decisão estará sempre associada a uma informação que possua melhor qualidade. Dessa forma, entende-se que o canal principal de informação entre a gestão e usuários seriam os relatórios contábeis. Por meio dos relatórios contábeis é possível a evidenciação de informações pertinentes á tomada de decisão dos usuários da informação. Com isto, Paulo e Leme (2009) afirmam que manter a qualidade de tais informações é necessário, pois é a partir dos demonstrativos contábeis que o mercado toma ciência da realidade empresarial, sendo fator decisivo ao processo de tomada de decisão. Linhares, Costa e Beiruth (2018) apontam que a qualidade da informação compreende justamente a capacidade de tais relatórios refletirem a real situação da empresa, transmitindo informações importantes, como os fluxos de caixa esperados.

Dessa forma será necessário que as demonstrações contábeis apresentadas pelas instituições apresentem informações que atendam às características básicas de divulgação contábil, sendo útil aos seus usuários (DEGENHART; MAZZUCO; KLANN, 2017).

Uma informação de qualidade se torna útil para a tomada de decisões, dessa forma, Dechow e Schrand (2010) afirmam que melhores e inovadoras informações modificam o comportamento dos investidores, na qual maiores associações entre dados quantitativos e o valor do mercado, melhoraria a qualidade das informações fornecidas.

Para Barbosa et al. (2015), as informações contábeis constituem um composto de dados quantitativos e qualitativos, sendo que a qualidade deve se sobrepor a quantidade. Dessa forma, entende-se que seria apenas necessário que se apresentasse informações que fossem úteis à tomada de decisão, isto inclui informações adicionais, pois mesmo não sendo estabelecido por lei, se pode modificar a percepção dos usuários, se torna útil. Faisal et al.

(2018) afirmam que quantidades excessivas de informações sem relevância podem confundir a percepção dos usuários ao invés de auxiliar. Dessa forma, uma alta qualidade informacional encontra-se associada à divulgação de informações que sejam pertinentes, contribuindo para a captação de recursos (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007).

Ecker et al. (2013) informam que a qualidade da informações contábeis são geralmente estimadas pelo lucro e suas variáveis, demonstram que os fatores estão ligados aos negócios e ao risco das operações, sistema de informações, decisões gerenciais, auditoria, ambiente regulatório e governança corporativa. Dessa forma, os autores destacam que a qualidade da informação se torna função do risco, da transparência informacional e do ambiente de negócios.

No entanto, os gestores podem utilizar-se de poder discricionário como forma de flexibilizar o processo de mensuração e evidenciação, o que pode tornar incerto e impreciso as aplicações de normas, gerando erros de estimativas, prejudicando a análise econômico-financeira e influenciando negativamente no processo de tomada de decisão (JOHNSON; KHURANA; REYNOLD, 2002; PAULO; LEME, 2009). Tal flexibilidade permite a utilização de formas oportunistas pelos gestores, reduzindo a qualidade das demonstrações, o que a torna dependente tanto do seu desempenho, como também da forma como o sistema mede tal desempenho (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; JENKINS; VELURY, 2012).

A ação discricionária dos gestores sobre os resultados contábeis é considerada como gerenciamento de resultados. Klann (2011) expõe que o gerenciamento de resultados desenvolve consequências prejudiciais aos objetivos das partes interessadas, como o aumento da assimetria informacional. O autor afirma que o gerenciamento de resultados ocorre em um ambiente com imperfeições e com informações incompletas.

Dessa forma vê-se que a qualidade da informação contábil é negativamente afetada pelo poder discricionário dos gestores, sendo o gerenciamento de resultados fator prejudicial a veracidade dos dados contábeis.

2.3.1 Gerenciamento de Resultados (GR)

Como tática administrativa, os gestores podem manipular informações que serão evidenciadas nos relatórios financeiros, interferindo, assim, na qualidade da informação reportada aos investidores, mas com o intuito de otimizar interesses próprios (SCHIPPER, 1989; HEALY; WAHLEN, 1999). Com isto, entende-se que para atingir seus objetivos, os

gestores tendem a gerenciar as informações contábeis, e tal prática prejudica o poder decisório dos usuários da informação, devido à qualidade dos resultados terem sido afetados.

Paulo (2007) disserta que é um trabalho difícil tentar conceituar a manipulação dos dados contábeis, devido os variados cenários e formas empresariais. O autor afirma que as pesquisas que retratam sobre a manipulação de resultados apresentam várias nomenclaturas e classificações, dentre elas pode-se citar o gerenciamento de resultados (*earnings management*), a contabilidade criativa (*creative accounting*), suavização de resultados (*income smoothing*) e a maquiagem de demonstrações contábeis (*window dressing*). Além destes, Mulford e Comiskey (2002) ainda apresentam a redução dos lucros em vista a lucros futuros (*big bath*).

As normas contábeis apresentam amplo critério para a mensuração e evidenciação, permitindo que os administradores usem do seu poder discricionário para utilizar a forma que mais convenha à divulgação desejada de suas informações (PAULO, 2007). Tal fato pode tornar incerta e imprecisa a aplicação de tais métodos, podendo gerar erros de estimativas, prejudicando a análise econômico-financeira e influenciando no processo de tomada de decisão (JOHNSON; KHURANA; REYNOLD, 2002; PAULO; LEME, 2009). A amplitude de critérios contábeis permite a flexibilização das normas, facilitando formas oportunistas pelos gestores, o que reduz a qualidade das demonstrações (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010; JENKINS; VELURY, 2012).

Consoni e Colauto (2014) afirmam que a ausência de uma medida mais precisa sobre os lucros e a subjetividade das escolhas contábeis sobre normas e práticas, que não são cobertas pelos Princípios da Contabilidade, facilitam o oportunismo gerencial. Os autores ainda comentam que a complexidade das escolhas contábeis é um desafio para o entendimento dos investidores.

O oportunismo dos gestores em relação às práticas adotadas, em meio a critérios permitidos pelas normas contábeis, pode ser considerado como gerenciamento de resultados, tendo na literatura variadas formas de interpretação e definição. Schipper (1989) demonstra que o gerenciamento ocorre por meio de ações propositais de manipulação das informações contidas nos relatórios contábeis com o intuito de favorecer os gestores e não a divulgação de informações mais transparentes. Já Magrath e Weld (2002) mostram que as práticas de gerenciamento de resultados auxiliam os gestores a evidenciar que cumpriram suas metas, enganando os seus investidores. Tal tema é abordado por pesquisas acadêmicas por ser importante para a Contabilidade (DECHOW et al., 2012).

Para Omar et al. (2014), qual seja o motivo pelo qual foi realizado o gerenciamento de resultados, refletirá informações enganosas aos usuários da informação. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (Circular nº 480, 2007), foi considerado que o gerenciamento de resultado é uma forma arbitrária de discricionariedade, e mesmo estando dentro dos padrões das leis contábeis, conseguem enviesar as informações contidas nos demonstrativos.

Nota-se que as práticas de gerenciamento têm o propósito comum de tentar mascarar possíveis resultados insatisfatórios, que possivelmente possam prejudicar a imagem dos gestores. Com isso, utilizam-se do seu poder discricionário, sobre brechas nas leis contábeis, para tentar manipular resultados, a fim de que se evite a divulgação de informações ruins, o que poderiam causar efeitos indesejados, e de certa forma tentar atingir metas e objetivos diversos que os favoreçam. Tais atos refletem negativamente no poder informacional das demonstrações contábeis, pois se tornam enviesadas e prejudicam o poder de decisão dos investidores sobre os negócios empresariais.

O GR ocorre por meio de propósitos que a literatura afirma serem favoráveis para a visão e bem-estar dos gestores, mesmo que tal ato fira o pressuposto da fidedignidade e relevância do relatório contábil. Jo e Kim (2007) afirmam que um dos principais incentivos para se realizar o gerenciamento seria a redução do custo de capital por meio das altas expectativas dos gestores frente a resultados inflados, os tornando mais otimistas, pagando ações por valores maiores que a realidade.

Dechow, Ge e Schrand (2010) demonstram evidências de que as metas fornecem incentivos para o gerenciamento de resultados a contribuir para que os gestores tentem atingi-la de alguma forma, mesmo que seja por manipulação de resultados. Pode-se também citar o aumento de remuneração, a redução da alavancagem, redução de pagamento de impostos, despistar a atenção de mídia e sindicatos (MURCIA; WUERGES, 2011), camuflar resultados negativos e manter a persistência dos lucros (MILLER, 2009).

Nardi e Nakao (2009) afirmam que o conflito de agência existente entre os gestores e *stakeholders* é um grande motivador para práticas gerenciais. Jensen e Meckling (1976) acrescentam que o conflito entre as partes principais do negócio é comum em determinados momentos, pois ambas são partes maximizadoras, buscando interesses individuais. O entendimento da Teoria da Agência identifica a distinção entre propriedade e controle, na qual os agentes controladores possuem interesses divergentes dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Apesar do gerenciamento de resultados estar associado à redução da qualidade da informação contábil, há pesquisadores que afirmam que tal prática pode ser utilizada para finalidades positivas e úteis. Dechow e Skinner (2000) demonstram que o gerenciamento de resultados pode ser considerado como uma prática intencional, mas a sua real finalidade não é perceptível o seu comportamento oportunista ou transmissor de informações, tendo como exemplo a perspectiva de Fields, Lys e Vicent (2001) que afirmam que o gerenciamento de resultados além de representar uma ameaça a qualidade da informação, pode auxiliar na evidenciação e previsão do valor da empresa, e a afirmação de Watts e Zimmerman (1990), de que o poder discricionário dos gestores pode maximizar o valor da empresa ou ser tática oportunista.

Diante deste cenário, órgãos reguladores tomaram medidas para que a qualidade da informação nos relatórios contábeis ainda se mantivesse ativa, como a criação da Lei *Sarbanes Oxley* (SOX) nos Estados Unidos em 2002, com o intuito de garantir que as informações oferecidas aos usuários fossem confiáveis (LI et al., 2012; HOSTAK et al., 2013). Posteriormente a *International Financial Reporting Standards* (IFRS) possibilitou uma grande alteração nas normas contábeis, visando uma maior harmonização e impactando na qualidade da informação (KLANN, 2011).

Apesar dos órgãos regulamentadores preocuparem-se com a QIC e tentarem reduzir ao máximo os vieses discricionários, os gestores ainda conseguem utilizar-se de táticas que contribuam para suas finalidades, ocorrer por formas distintas. Omar et al. (2014) apontam o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários e o gerenciamento por atividades reais.

O gerenciamento de atividades reais é definido por Roychowdhury (2006) como a manipulação nas atividades operacionais da empresa, refletindo tais impactos no resultado do período, atingindo então as metas em curto prazo. Tal autor afirma que tais atividades são mais difíceis de serem detectadas pelos órgãos reguladores, sendo motivado pela vontade em fazer com que alguns investidores acreditem que as metas do período foram atingidas. Porém, tais benefícios de curto prazo tem potencial impacto negativo nos resultados em longo prazo (OMAR et al., 2014).

Quanto ao gerenciamento de resultados por meio de *accruals*, o resultado do exercício do período sofre incidência da discricionariedade por parte das escolhas contábeis dos gestores. Chan et al. (2001) afirmam que os *accruals* compreendem a diferença entre o lucro contábil e o fluxo de caixa subjacente, sendo segregados em duas partes distintas, os *accruals* discricionários e os *accruals* não discricionários. Os *accruals* não discricionários ou normais

representam os ajustes que refletem o real desempenho da empresa, relacionadas ao curso normal de suas atividades; já os *accruals* discricionários ou anormais capturam as distorções produzidas pela discricionariedade dos gestores por meio do gerenciamento de resultado, com objetivo de manipular os resultados (PAULO; LEME, 2009).

De acordo com Cassell, Myers e Seidel (2015), o gerenciamento de resultados por meio de *accruals* se torna mais arriscado devido ao fato dos auditores obterem maior facilidade para detectar tais discricionariedades nos lucros informados, ao contrário do gerenciamento de atividades reais. Investidores, conselhos de administração, órgãos reguladores e outras partes interessadas também poderão detectar possíveis vieses em práticas contábeis questionáveis.

Porém, a prática de gerenciar resultados não pode ser confundida e nem considerada uma fraude. O gerenciamento de resultados ocorre nos limites das normas contábeis, já a fraude constitui uma violação das regras e Princípios da Contabilidade, porém a magnitude do gerenciamento pode posteriormente se configurar como uma ação fraudulenta (DECHOW; SKINNER, 2000; FRANCESCHETTI, 2018).

Contudo, entende-se que gerenciar resultados contábeis pode ser constituído tanto por meio dos *accruals* discricionários, como por meio de atividades reais, porém não se tornam atos fraudulentos por não ultrapassarem os limites legais. No entanto, ao gerenciar resultados, tantos os órgãos reguladores como alguns autores concluem que prejudica diretamente a qualidade da informação contábil. Apesar dos possíveis benefícios de tal prática, tal finalidade tem um viés mais oportunista. Por isso, constata-se que há relação inversa entre o gerenciamento de resultados e a qualidade da informação contábil.

Alguns autores tentaram desenvolver formas de se captar o gerenciamento de resultados, por meio de modelos regressivos. De forma geral, a captação nível de gerenciamento se dá pela estimação do resíduo das regressões (erro), sendo considerado então o *accrual* discricionário. Na literatura pode-se encontrar diferentes modelos de captação de *accruals* discricionários, todos com estimativa de melhorar o modelo desenvolvido anteriormente, sendo facultativo a escolha e utilização.

2.3.2 Modelo de Estimação de *Accruals* Discricionários

Como forma de mensurar o Gerenciamento de Resultados por meio dos *accruals* discricionários, foram desenvolvidos vários modelos econométricos que pudessem estimar tal variável por meio dos resíduos das regressões. Dentre a vasta literatura, pode-se citar os

medelos de Healy (1985), DeAngelo (1986), Dechow e Sloan (1991), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Kothari, Leone e Wasley (2005), Pae (2005), Paulo (2007), entre outros.

Todos os modelos desenvolvidos tinham o proposto comum de busca pelo método que possivelmente estimasse da melhor forma os *accruals* discricionários, melhorando modelos anteriormente propostos. De acordo com Paulo (2007), ao considerar trabalhos que associavam os *accruals* empresariais ao fluxo de caixa das mesmas, e a percepção de que os *accruals* poderiam ser revertidos ao longo dos períodos, Pae (2005) desenvolveu então seu modelo próprio para estimação de *accruals* discricionários como forma de melhorar o modelo desenvolvido por Jones (1991).

Pae (2005) afirmou que o modelo de Jones (1991) era bastante utilizado por estudos para segregar os *accruals* totais dos discricionários, porém alguns erros de medição e as variáveis utilizadas, de forma correlacionada e omitida, tornavam o processo de interpretação dos resultados dificultoso. Com isto, o propósito de Pae (2005) foi o de aperfeiçoar o modelo de Jones (1991), como forma de tentar melhorar o poder de explicação e previsão dos *accruals* discricionários, incorporando os efeitos do fluxo de caixa operacional e de reversão natural de *accruals* defasados.

Tal perspectiva de Pae (2005) se justifica pelo fato dos *accruals* correntes estarem associados a fluxos de caixa do período corrente e a *accruals* de períodos anteriores, podendo ser revertidos ou decompostos em *accruals* esperados ou não (PAULO, 2007). Consoni (2014) disserta que o *accrual* estimado por Pae (2005) trouxe uma possibilidade de consertar problemas de previsão e classificação de erros para as empresas que apresentavam alto fluxo de caixa operacional, não tratando mais essa variável de forma discricionária.

Como resultados, Pae (2005) observou que as modificações realizadas no modelo de Jones (1991) fizeram com que o modelo apresentasse maior poder de explicação, até mesmo em relação ao modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). O autor concluiu que os fluxos de caixa operacionais melhoraram muito o poder explicativo no período estimado e o poder de predição.

Dessa forma, optou-se por usar o modelo de Pae (2005) para a estimação dos *accruals* discricionários desta pesquisa, devido seu poder explicativo ser mais expressivo que modelos de estimação de *accruals* usualmente utilizados, como o de Jones (1991) e Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995).

2.4 HIPÓTESE DE PESQUISA

2.4.1 Evidenciação da RSC como Sinalizador para GR.

Na Contabilidade, a evidenciação se caracteriza como um processo base e importante, pois a partir das informações expostas é que se torna possível realizar procedimentos de avaliação, interpretação, estimativas e tomadas de decisões frente aos negócios da empresa. Conforme Romolini, Fissi e Gori (2014), os gestores possuem diversas formas de expor informações importantes aos seus usuários, o que cabe ao seu poder de discricção a escolha do método mais usual.

Tal divulgação pode ocorrer de forma compulsiva ou voluntária. A divulgação compulsiva ocorre por imposição de leis exigidas por disposições legais, envolvendo dados de caráter econômico-financeiro (QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). Já a divulgação de informações não exigidas pela lei é considerada voluntária pelo seu fator facultativo de evidenciação, porém, geralmente utilizadas pelos gestores como forma de destaque diferencial, contribuindo para a conquista de novos investidores (BROOKS; OIKONOMOU, 2018).

De acordo com Verrecchia (2001), não há um consenso sobre a Teoria da Divulgação de forma unificada, mas suas pesquisas tendem a explicar as causas pelas quais as informações foram expostas aos usuários da informação, sejam por meio de associação, julgamento e eficiência. Porém, Dye (2001) aponta que as empresas divulgam informações voluntárias com o propósito de almejar a confiança dos investidores, buscando a valoração empresarial e possíveis retornos positivos, caracterizando como uma possível estratégia empresarial.

Desse modo, a evidenciação correlaciona-se com a literatura de divulgação financeira, associada a informações de teor obrigatório e voluntário, de forma que os gestores por possuírem informações privilegiadas, possam gerenciar a exposição de tais informações, da forma que melhor beneficie seus negócios (GRIDRY; PATTEN, 2012; MARTÍNEZ-FERRERO; GARCÍA-SÁNCHEZ; CUADRADO-BALLESTEROS, 2015).

Percebe-se que o poder discricionário dos gestores pode influenciar na qualidade da informação evidenciada. Os gestores possuem incentivos econômicos para decidir entre divulgar ou não informações privilegiadas, e esse poder de decisão tem maior influência sobre informações de teor voluntário, podendo ser confiavelmente divulgadas ou enviesadas (MURCIA; WUERGES, 2011).

Tal perspectiva se encontra em conformidade com a Teoria da Agência, onde há divergência entre objetivos e finalidades pessoais, sendo os gestores mais preocupados em atingir metas e maximizar sua própria utilidade (VERRECCHIA, 2001; SANTOS; LUCENA; DUARTE et al., 2015). Também associado à Teoria da Sinalização, que advém da existência da assimetria de informações existente entre os gestores e investidores, na qual, qualquer informação adicional fornecida já se torna sinal de atração para os stakeholders, melhorando a imagem corporativa, atribuindo possíveis efeitos sobre a qualidade da informação (SUN et al., 2010).

A Teoria da Sinalização demonstra que a evidenciação de informações adicionais pelas empresas pode reduzir a assimetria informacional com os usuários externos, possibilitando uma tomada de decisão mais embasada (MOTA; COELHO; QUEIROZ, 2014). Dessa forma, a sinalização pode ser considerada um ciclo, ao qual podem ser enviados sinais por parte das empresas, que são recebidos e interpretados pelos *stakeholders*, que posteriormente podem refletir em retornos futuros (ALSOS; LJUNGGEN, 2016).

Consequentemente, a evidenciação voluntária de informações adicionais pode ser explicada pela Teoria da Sinalização, pois ao demonstrar ao mercado informações importantes, há a ideia de que o mercado poderá corresponder a maiores retornos, e tal aspecto pode ser utilizado como estratégia diferencial para possível vantagens competitivas (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002).

Considera-se que as informações relacionadas à RSC possuem caráter voluntário de evidenciação, sendo impulsionadas pelo crescente interesse dos *stakeholders* em ações empresariais de cunho socioambiental. Lokuwaduge e Heenetigala (2017) afirmam que há um crescente interesse das companhias no engajamento de atividades voltadas a RSC, além do desenvolvimento de relatórios que informem voluntariamente tais ações e comportamentos sustentáveis.

Dessa forma, entende-se que há de fato um crescente impulso para que as empresas além de mudarem seu perfil, se tornando aptas a práticas mais sustentáveis, passaram a oferecer mais transparência de seus negócios, oferecendo maior gama de informações por meio da evidenciação voluntária, abrangendo dados de RSC, atendendo às necessidades dos potenciais usuários (AERTS; CORMIER; MAGNAN, 2008; KIM; PARK; WIER, 2012). Tal prática ganhou notoriedade a partir da década de 1990, sendo uma das grandes manifestações de relação entre empresa e meio ambiente, se configurando como uma atividade voluntária (GRAY; BEBBINGTON, 2001).

De acordo com Ji, Lu e Qu (2017), há vários estudos que comprovam que a divulgação de informações voluntárias proporciona um efeito de sinalização do controle interno para os usuários. Empresas que evidenciam maiores informações se diferenciam entre as demais, e ao demonstrarem informações adicionais tendem a sinalizar para o mercado informações decisivas aos investimentos (JANISZEWSKI, 2017).

Sobre a ótica da evidenciação de informações relacionadas a RSC, Rezaee e Tuo (2019) mostram que a divulgação voluntária teria um impacto positivo na qualidade dos lucros, remetendo a um menor gerenciamento de resultados, o que forneceria maior transparência e confiabilidade perante informações relevantes. Porém, os autores também afirmam que a divulgação da RSC pode servir para mascarar aumentos discricionários, o que prejudicaria os investidores em relação a tomada de decisões, pondo-se a legitimidade como fator de camuflagem.

Considerando a RSC como fator determinante para a garantia da qualidade da informação contábil, Kim, Park e Wier (2012) dissertam que a divulgação de informações RSC consistiria numa relação negativa com o gerenciamento de resultados, considerando a reputação empresarial como fator importante, atraindo mais recursos e melhorando o desempenho.

Ioannou e Serafim (2017) demonstram que as divulgações sobre sustentabilidade empresarial tendem a aumentar a transparência das informações, melhorando práticas gerenciais, reduzindo a discricionariedade dos gestores mediante seus resultados, corroborando para melhores relações com os stakeholders. Choi, Lee e Park (2013) complementam tal pensamento, afirmando que a qualidade da informação está diretamente proporcional às atividades de RSC e a sua divulgação.

Dentre as pesquisas que adotam essa perspectiva, pode-se citar Kim Park e Wier (2012), que descobriu que as empresas com bom desempenho de RSC estão mais propensas a divulgar tais informações e com o aumento de transparência, gerenciam menos seus resultados. Almahrog, Aribi e Arun (2018) observaram que em empresas não financeiras do Reino Unido, o nível de RSC foi determinante para a redução do GR, demonstrando que a evidenciação de informações socioambientais melhorou a qualidade da informação contábil por meio da redução de atos gerenciais discricionários.

Demais pesquisas demonstraram que a evidenciação de informações sobre RSC também estaria inversamente relacionada com a prática de GR nas empresas de países emergentes, como as sul-africanas, do Vietnã, da Indonésia e do Irã (JORDAAN; KLERK; VILLIERS, 2018; ALIPOUR et al., 2019; HOANG; ABEYSEKERA; MA, 2019;

CHRISTINA; ALEXANDER, 2019), e que tal relação se intensificaria devido a questões éticas, culturais e de governança corporativa nos Estados Unidos (ERNFJORD; VOIGT, 2018; REZAEI; TUO, 2019).

Sob a perspectiva inversa, Hoang, Abeysekera e MA (2019) acreditam que os gestores poderiam também utilizar-se de práticas oportunistas em longo prazo, quanto à evidenciação da RSC. Os argumentos utilizados para a finalidade oportunista é que ela pode melhorar a reputação empresarial e garantir a legitimidade (ERNFJORD; VOIGT, 2018), sendo utilizada como uma estratégia de entrincheiramento (FAISAL et al., 2018).

Baseado na Teoria da Agência, Hoang, Abeysekera e MA (2019) mostram que os gestores utilizam o oportunismo sobre a evidenciação da RCS para atingir metas, melhorando a sua própria imagem, o que provavelmente não fornecerá retornos benéficos aos investidores. Com isto, Prior, Surroca e Tribó (2008) evidenciam que algumas empresas podem utilizar a RSC como forma de ocultar possíveis gerenciamentos de resultados.

Dessa forma, Martine-Ferrero et al. (2016) afirmam que a RSC geralmente é utilizada como um meio estratégico para evitar consequências negativas do gerenciamento de resultados, argumentando que o mercado não consegue captar o efeito oportunista da evidenciação da RSC, auxiliando a mascarar o gerenciamento de resultados.

A busca pelo apoio dos acionistas é considerada como um dos fatores para que as empresas utilizem a RSC como forma de mascarar o GR (MARTÍNEZ-FERRERO et al., 2014), e sobre essa estratégia, os gerentes tendem a acreditar que ao satisfazer as necessidades dos stakeholders, melhoraria a imagem corporativa, e desvia a atenção da gestão de lucros (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008).

Entende-se que os gestores motivam-se a divulgar informações relacionadas à RSC como forma de atingir as expectativas do *stakeholders* e com isso garantir uma boa imagem empresarial, que promoverá possíveis retornos para a organização. Com isso, a literatura aponta que tal ação pode ser impulsionada por motivos éticos, que de fato aumentam a transparência empresarial, corroborando para uma qualidade informacional mais otimizada. Porém, há perspectiva de que os gestores possam se aproveitar da evidenciação da RSC como forma de “maquiar” a imagem empresarial, desfocando os usuários da informação, para não se atentarem a possíveis práticas de gerenciamento de resultados, o que prejudicaria a qualidade da informação. Desta forma, tal perspectiva teórica remete ao desenvolvimento da seguinte hipótese:

H₁: Há relação entre a evidenciação de informações sobre a RSC e o nível de GR empresarial.

Ao avaliar o cenário brasileiro, foi possível observar se tais variáveis estão relacionadas, definindo se o comportamento dos gestores possui caráter ético ou oportuno, mediante possível associação negativa ou positiva, respectivamente, entre a evidenciação da RSC e o GR. Com isso, baseando-se na teoria da sinalização, será possível observar se a evidenciação da RSC indica um sinal otimista ou oportuno sobre a qualidade da informação contábil, para percepção dos investidores sobre os negócios.

A vasta literatura sobre a QIC aponta diversos fatores que podem ser determinantes para o nível de GR, dentre os quais podem ser citados o nível de endividamento e os possíveis retornos do período, a presença da governança corporativa na gestão e o indicador *market-to-book* (NARDI; NAKAO, 2009; BARROS; SOARES; LIMA, 2013; CHO; SHUN, 2015; CUNHA, 2016; CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017; JORDAAN; KLERK; VILLIERS, 2018; ALIPOUR et al., 2019). Tais variáveis serão utilizadas como *proxys* de controle dos modelos aplicados na pesquisa, e serão detalhados na seção a seguir.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Como o objetivo da pesquisa foi analisar a possível relação entre os níveis de gerenciamento de resultados com o nível de evidenciação das práticas relacionadas à Responsabilidade Social Corporativa, buscou-se trabalhar com todas as empresas de capital aberto, ativas, listadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3). No entanto, devido às empresas pertencentes ao setor financeiro apresentarem níveis de alavancagem diferenciada, comparada as empresas dos demais setores, optou-se pela retirada deste setor da amostra.

As informações referentes aos dados financeiros foram obtidas pela base de dados *Thomson Reuters Eikon*®, enquanto que os dados referentes à Responsabilidade Social Corporativa das empresas foram mensurados de acordo com as informações divulgadas pelos Relatórios de Sustentabilidade, Formulários de Referência e Notas Explicativas emitidos pelas empresas, referentes ao período de 2010 a 2018, sendo este intervalo escolhido por englobar o período de adoção ao padrão imposto pela *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS). A seguir foi demonstrado o delineamento da amostra utilizada.

Tabela 1 - Delineamento da Amostra

	Empresas	Observações
População	426	3834
(-) Setor Financeiro	135	1215
(-) Ausência de dados para calcular as variáveis do modelo de estimação dos <i>accruals</i>	75	675
(=) Empresas com <i>accruals</i> estimados	216	1944
(-) Perda das observações de 2010 referentes à defasagem dos dados		216
(-) Ausência de relatórios para a análise de conteúdo e de dados para cálculo das variáveis dos modelos 3 e 4	25	200
(=) Total	191	1528

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

De acordo com a Tabela 1 vê-se que a partir da coleta realizada na Thomson Reuters Eikon® em julho de 2019, havia informações referentes a 426 empresas, dentre os anos de 2010 a 2018, compreendendo 135 empresas classificadas como financeiras, devidamente retiradas da amostra. Foram descartadas 75 empresas que não apresentaram dados suficientes para a estimação dos *accruals* discricionários, resultando num total de 216 empresas com tal valor estimado.

No processo de estimação dos *accruals* discricionários utilizou-se a defasagem dos *accruals* totais (tal procedimento será explicado nas seções 3.2.2 e 4, pág. 46 e 54, respectivamente), corroborando para que as 216 observações referentes ao período de 2010 fossem desconsiderados na estimação das regressões posteriores. Além disso, 25 empresas foram impossibilitadas de serem analisadas pela ausência ou dificuldade no acesso de pelo menos um dos relatórios estipulados para a realização da análise de conteúdo, ou da ausência de dados necessários para cálculos das variáveis do modelo 3 e 4. Dessa forma, a amostra final correspondeu a um total de 191 empresas, com 1528 observações.

3.2 ESTIMAÇÃO DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

3.2.1 Modelo Utilizado

De acordo com a literatura sobre o GR, sabe-se que os gestores podem utilizar do seu poder discricionário para gerenciar seus lucros e suas atividades operacionais. Como o objetivo desta pesquisa envolve a relação entre a evidenciação da RSC com o gerenciamento de lucros, estima-se então usar os *accruals* discricionários como forma de captar tal gerenciamento.

Os *accruals* discricionários são estimados por meio do erro da regressão dos diversos modelos já desenvolvidos para captação do nível de gerenciamento, e todos os autores afirmam que este método é o mais adequado para esta finalidade. Dentre os principais modelos, destacam-se os de Healy (1985), DeAngelo (1986), Dechow e Sloan (1991), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Kothari, Leone e Wasley (2005), Pae (2005), Paulo (2007).

Neste estudo, para estimar o nível de Gerenciamento de Resultados das empresas da amostra, será utilizado o modelo de gerenciamento de Pae (2005). Tal escolha se justifica por este ser um modelo aprimorado, que buscou suprir as fragilidades do modelo de Jones (1991), até então muito citado e utilizado na literatura.

De acordo com Pae (2005), o modelo a ser utilizado para a estimação dos *accruals* discricionários está apresentado a seguir:

$$AT_{it} = \alpha_0(I/A_{it-1}) + \alpha_1\Delta R_{it} + \alpha_2PPE_{it} + \alpha_3FCO_{it} + \alpha_4FCO_{it-1} + \alpha_5AT_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

- AT_t serão os *accruals* totais da empresa no período t ;
- A_{t-1} será o ativo total da empresa no período $t - 1$;
- ΔR_t será o quociente da variação das receitas líquidas entre o período $t - 1$ e t , em razão do ativo total do período $t - 1$;
- PPE_t serão os saldos resultantes das conta do ativo imobilizado no período t , divididos pelo ativo total em $t - 1$;
- FCO_t compreenderão os fluxos de caixa operacional no final do período t , divididos pelo ativo total em $t - 1$;
- FCO_{t-1} serão os fluxos de caixa operacional no final do período $t - 1$, divididos pelo seu ativo total em $t - 2$;
- AT_{t-1} compreenderão os *accruals* totais apurados no período $t - 1$, ponderados pelo ativo total em $t - 2$.

Para estimar o valor dos *Accruals* Totais das empresas (AT_{it} e AT_{it-1}), será utilizado o modelo de estimação adotado por Martins (2016):

$$AT_{it} = \frac{Lucro_{it} - FCO_{it}}{A_{it-1}} \quad (2)$$

Onde:

- AT_{it} serão os *accruals* totais das empresas no período t ;
- LUC_{it} serão os resultados antes de itens extraordinários e operações descontinuadas da empresa no período $t - 1$;
- FCO_{it} será o fluxo de caixa operacional da empresa no período t ;
- A_{it} serão os ativos totais das empresas no período $t - 1$.

Desta forma, puderam ser estimados os erros do modelo 1 (ε_{it}), representando então os *accruals* discricionários, que serão utilizados como proxy para indicar o gerenciamento de resultados das empresas (GR_{it}).

3.2.2 Estimação por GMM

Usualmente, os modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) são os mais utilizados quanto à apuração do gerenciamento de resultados, porém muitas são as críticas de aplicabilidade sobre tais modelos. Para Martinez (2008), uma das principais falhas de aplicação são os seus possíveis erros de classificação, o que pode reduzir o poder metodológico empregado. Além disso, Pae (2005) justifica que tais modelos ignoram a possível associação entre os fluxos de caixa operacional e a reversão dos *accruals*.

A reversão dos *accruals* defendida no modelo de Pae (2005) é também considerada por Dechow, Khimich e Sloan (2011), pois antecipações de benefícios por *accruals*, não ocorridos em períodos subsequentes em forma de caixa, devem reverter-se para ser

confrontados com ganhos subsequentes. Além disso, Paulo (2007) afirma que a reversão dos *accruals* é algo que ocorre naturalmente, sendo que o montante de *accruals* ocorridos em determinado período de forma positiva, posteriormente tende a ocorrer em mesma intensidade, de forma negativa. Dessa forma, a reversão dos *accruals* é algo importante que não deveria ser desconsiderada nos modelos de estimação.

Quanto aos possíveis erros de operacionalização na estimação de *accruals*, citando principalmente o modelo de Jones Modificado (1995), Martinez (2008) afirma que um dos principais erros de classificação do modelo é a simultaneidade, uma vez que as variáveis dependentes e independentes são determinadas em conjunto sendo possivelmente influenciadas por variáveis ausentes, provocando problemas de autocorrelação nos resíduos. Tal afirmativa justifica a endogeneidade dos dados.

No entanto, Pae (2005) ao estimar um modelo de melhoramento ao desenvolvido por Jones Modificado (1995), além de acrescentar as variáveis referentes ao fluxo de caixa operacional (FCO_{it} e FCO_{it-1}), adiciona a variável de reversão dos lucros como uma defasagem dos *accruals* totais do período anterior (AT_{it-1}). Conforme Barros, Soares e Lima (2013) a defasagem de uma variável pode ocasionar a sua instrumentalização.

Conseqüentemente, o novo modelo constituiu os mesmos problemas de classificação descritos por Martinez (2008). Porém, a presença da variável AT_{it-1} corresponde a uma defasagem dos *accruals* totais, sendo assim uma variável instrumental que tende a corrigir o problema de endogeneidade e correlação dos resíduos do modelo.

Neste caso, a melhor forma de se estimar os parâmetros foi por meio da utilização do método *System Generalized Method of Moments* (GMM), que baseada na presença de endogeneidade e correlação nos resíduos, e na utilização de variável instrumental como forma de controle, tornam tal método mais eficiente (BARROS et al., 2010). O método de estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) neste caso não seria correta, pois resultaria na estimação de coeficientes viesados e inconsistentes (BARROS; SOARES; LIMA, 2013).

Com isto, o modelo foi estimado por GGM admitindo que os *accruals* totais (AT_{it}) seriam defasados em dois períodos, como variável instrumental do modelo (AT_{it-1} e AT_{it-2}). Apesar de Pae (2005) considerar em seu modelo apenas a defasagem dos *accruals* totais em um único período (AT_{it-1}), viu-se a importância de testar a defasagem em dois períodos.

Aplicou-se o estimador *Arellano-Bond* por painel dinâmico (ARELLANO; BOND, 1991) e observaram-se os testes de especificação dos dados, determinando se houve problemas de sobreidentificação, autocorrelação e se as variáveis instrumentais estariam bem

definidas e apropriadas. Posteriormente, os resíduos da regressão foram estimados, sendo definidos como os *accruals* discricionários das empresas (ϵ_{it}).

O valor dos *accruals* discricionários foi considerado em valor absoluto, pois de acordo com Choi, Li e Park (2013) e Rodrigues, Paulo e Melo (2018), o módulo de tal valor melhor representa o nível de gerenciamento de resultados, sendo este a amplitude de distanciamento do valor zero.

3.3 ESTIMAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE RSC

Como forma de mensurar a RSC das Empresas, foi realizada análise de conteúdo dos Relatórios de Sustentabilidade (englobando Relatórios Anuais e Relato Integrado), Formulários de Referência e Notas Explicativas emitidas pelas empresas anualmente. Tal métrica é costumeiramente utilizada como forma de traduzir informações qualitativas em quantitativas, compreendendo uma junção de técnicas de análise sobre informações evidenciadas de forma textual, traduzida em valores que permitam uma melhor compreensão sobre o que foi exposto pelas mensagens (BARDIN, 1977; BERETTA; BOZZOLAN, 2007).

Para a análise de conteúdo, foram coletadas informações pertinentes aos indicadores que englobam as três vertentes da RSC: Ambiental, Social e Econômica, baseadas nos indicadores de sustentabilidade utilizados Murcia e Wuerges (2011) adaptados à perspectiva desenvolvida por Callado (2010).

Na pesquisa de Callado (2010) foram definidos indicadores de sustentabilidade por meio de entrevista em questionário, direcionado a 10 especialistas em mensuração da sustentabilidade empresarial, sendo considerado o grau de importância, relevância e aplicabilidade sobre empresas de diferentes setores (CALLADO, 2010). Ao todo, foram classificados 43 indicadores, sendo 16 de dimensão ambiental, 14 de dimensão econômica e 13 de dimensão social.

Associando os indicadores utilizados por Murcia e Wuerges (2011) à perspectiva de Callado (2010), pôde-se condensar e melhor classificar informações importantes, facilitando a coleta dos dados, melhorando o processo de análise de conteúdo. Tais indicadores podem ser observados no quadro a seguir.

Quadro 1 - Indicadores de Responsabilidade Social Corporativa Utilizados

Indicadores de Sustentabilidade
Dimensão Ambiental (DA)
<p>A₁ Sistemas de Gestão Ambiental</p> <p>A₂ Água Utilizada</p> <p>A₃ Processos Decorrentes de Infrações Ambientais</p> <p>A₄ Treinamento e Educação de Funcionários em Relação ao Meio Ambiente</p> <p>A₅ Economia e Conservação de Energia</p> <p>A₆ Projetos e Desenvolvimento de Tecnologias Sustentáveis</p> <p>A₇ Ciclo de Vida de Produtos e Serviços</p> <p>A₈ Quantidade de Combustível Fóssil Utilizado por ano</p> <p>A₉ Reciclagem e Reutilização da Água</p> <p>A₁₀ Acidentes Ambientais</p> <p>A₁₁ Fontes de Recursos Utilizados</p> <p>A₁₂ Redução de Resíduos</p> <p>A₁₃ Produção de Resíduos Tóxicos</p> <p>A₁₄ ISO 14001</p> <p>A₁₅ Qualidade do Solo</p> <p>A₁₆ Qualidade de Águas de Superfície</p>
Dimensão Econômica (DE)
<p>E₁ Investimentos Éticos</p> <p>E₂ Gastos em Saúde e Segurança</p> <p>E₃ Investimento em Mecanismos de Desenvolvimento Limpo</p> <p>E₄ Nível de Endividamento</p> <p>E₅ Lucratividade</p> <p>E₆ Participação e Valor de Mercado</p> <p>E₇ Passivo Ambiental</p> <p>E₈ Gastos em Proteção Ambiental</p> <p>E₉ Auditoria Ambiental</p> <p>E₁₀ Avaliação ou Projeções de Resultados da Empresa</p> <p>E₁₁ Volume de Vendas</p> <p>E₁₂ Gastos com Benefícios</p> <p>E₁₃ Retorno sobre Capital Investido (ROIC)</p> <p>E₁₄ Prêmios ou Selos de Qualidade</p>
Dimensão Social (DS)
<p>S₁ Geração de Trabalho e Renda</p> <p>S₂ Auxílio em Educação e Treinamento</p> <p>S₃ Padrão de Segurança do Trabalho</p> <p>S₄ Ética Organizacional</p> <p>S₅ Investimentos Sociais</p> <p>S₆ Aposentadoria de Funcionários</p> <p>S₇ Distribuição de Lucros e Resultados entre Empregados</p> <p>S₈ Declaração de Condutas, Políticas e Práticas Sociais</p> <p>S₉ Capacitação e Desenvolvimento de Funcionários</p> <p>S₁₀ Acidentes Fatais</p> <p>S₁₁ Contratos Legais</p> <p>S₁₂ Stress de Trabalho</p> <p>S₁₃ Segurança de Produtos e Serviços</p>

Fonte: Adaptado de Callado (2010) e Murcia e Wuerges (2011)

Para a quantificação dos indicadores coletados nos Relatórios de Sustentabilidade, Formulários de Referência e Notas Explicativas, utilizou-se uma métrica baseada na perspectiva por Guthrie e Petty (2000), também utilizada por Consoni, Colauto e Lima (2017), na qual estabelece que as informações de cunho sustentável possam ser evidenciadas de forma descritiva, quantitativa não monetária e quantitativa monetária. Com isto, as informações pertinentes a tais indicadores foram quantificadas da seguinte forma:

- 0, para informações que não constarem nos relatórios;
- 1, para as informações que estiverem expressas nos relatórios de forma descritiva;
- 2, para as informações que estiverem expressas nos relatórios de forma quantitativa: monetária ou não.

Após a quantificação dos indicadores, foi possível a estimação das variáveis DA_{it} , DE_{it} , DS_{it} , RSC_{it} , sendo as três primeiras a razão entre o somatório dos indicadores presentes nas dimensões específicas, dividido pelo total esperado, enquanto que a última será o somatório total de todos os indicadores, em razão do valor esperado total, como demonstrado no Quadro 2.

Quadro 2 - Definição das Variáveis de Responsabilidade Social Corporativa

Dimensão	Variável	Fórmula
Ambiental	DA_{it}	$\frac{A_1 + A_2 + A_3 + A_4 + A_5 + \dots + A_{16}}{32}$
Econômica	DE_{it}	$\frac{E_1 + E_2 + E_3 + E_4 + E_5 + \dots + E_{14}}{28}$
Social	DS_{it}	$\frac{S_1 + S_2 + S_3 + S_4 + S_5 + \dots + S_{13}}{26}$
Geral	RSC_{it}	$\frac{(A_1 + \dots + A_{16}) + (E_1 + \dots + E_{14}) + (S_1 + \dots + S_{13})}{86}$

Fonte: Elaborado pelo Autor (2019).

A segregação da variável RSC_{it} nas variáveis DA_{it} , DE_{it} e DS_{it} refletiu o intuito de observar se os demais grupos específicos de informação ambiental, econômico e social apresentam, respectivamente, influência significativa sobre variável dependente. Desse modo, pôde-se analisar com maior detalhe a relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e o Gerenciamento de Resultados, assim como Murcia e Wuerges (2011) e Consoni, Colauto e Lima (2017) fizeram em suas pesquisas.

3.4 DEFINIÇÃO DOS MODELOS

3.4.1 Evidenciação da RSC como Determinante do Nível de GR

Com o objetivo de investigar a relação entre o nível de gerenciamento de resultados e o nível de evidenciação das informações referentes à Responsabilidade Social Corporativa, foram estimados modelos estatísticos baseados na teoria abrangente ao tema, dispostos a seguir:

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RSC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 GOV_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 \sum SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 DS_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 GOV_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 \sum SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Vê-se que nas duas equações o Nível de Gerenciamento de Resultados (GR_{it}) será considerado como variável dependente e as variáveis relacionadas a Responsabilidade Social Corporativa (DA_{it} , DE_{it} , DS_{it} e RSC_{it}) foram consideradas como variáveis de interesse.

Tal relação parte do pressuposto teórico de que as empresas tendem a utilizar da evidenciação de informações sobre a RSC para reduzir a assimetria informacional, limitando possíveis práticas de gerenciamento por *accruals* (relação negativa); ou utilizam-na de forma oportunista, para mascarar possíveis manipulações nos lucros (relação positiva) (SILVA; COSTA, 2017; REZAEI; TUO, 2017; ERNFJORD; VOIGT, 2018; JORDAAN; KLERK; VILLIERS, 2018; ALIPOUR et al., 2019).

Em ambos os modelos foram adicionadas cinco variáveis de controle, correspondentes ao retorno sobre os ativos, o endividamento empresarial, a governança corporativa, o market-to-book e o setor que se encontra classificado:

- ROA_{it} : Calculada pela razão do EBIT (lucros não deduzidos de juros e impostos) com os ativos totais no período $t - 1$. Transmite influência direta sobre o gerenciamento de resultados, pois na perspectiva de maiores retornos há maior incidência de gerenciamento (JORDAAN; KLERK; VILLIERS, 2018; ALIPOUR et al., 2019) (relação positiva);
- END_{it} : Estimado pela razão entre o somatório do passivo exigível a curto e longo prazo no período t , e o valor do patrimônio líquido em t . As organizações mais endividadas podem ser caracterizadas como de maiores riscos, dessa forma há maior chances de ocorrência de gerenciamento de resultados (NARDI; NAKAO, 2009;

CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017; JORDAAN; KLERK; VILLIERS, 2018; ALIPOUR et al., 2019) (relação positiva);

- GOV_{it} : Tal variável corresponde a uma *dummy*, que atribui valor 1 para as empresas que estão classificadas em algum dos níveis de governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), e 0 caso não possuam tal classificação. Acredita-se que empresas que possuam atributos de governança tendem a uma menor incidência de gerenciamento de resultados (BARROS; SOARES; LIMA, 2013) (relação negativa);
- MTB_{it} : Define-se pelo cálculo da razão entre o valor de mercado no período t , sobre o valor do patrimônio líquido em t . Apesar de Cho e Shun (2015) defenderem a ideia que empresas com baixo índice de *market-to-book* não possuem incentivos para gerenciar seus resultados, Cunha (2016) demonstrou que organizações com alto *market-to-book* apresentaram altos níveis de gerenciamento de resultados (relação positiva ou negativa);
- $\sum SETOR_{it}$: Utilizada como forma de controle estatístico de efeito fixo para as possíveis peculiaridades dos setores brasileiros, que podem ou não influenciar a variável dependente. Tal variável codificou os setores de acordo com o Padrão Global de Classificação da Indústria (*GICS Sector Name* e *GICS Sector Code*), apresentado pela Thomson Reuters Eikon®. Tal classificação foi utilizada por ser usual em pesquisas sobre o mercado financeiro. (HAGA et al., 2018; GRAAFLAND; NOORDERHAVEN, 2018).

3.4.2 Procedimentos Econométricos

Após a estimação dos *accruals* discricionários (ϵ_{it}) por meio do modelo (1), tais valores foram postos em seu valor absoluto por meio de módulo, originando assim o nível de gerenciamento de resultados (GR_{it}), valor correspondente a variável dependente dos modelos (3) e (4).

Os dois modelos foram estimados por dados em painel balanceado, sendo estes classificados por observações correspondentes a 191 empresas dentre os anos de 2011 a 2018. Salienta-se que os dados referentes ao ano de 2010 foram desconsiderados da amostra final, pois ao estimar os *accruals* discricionários (ϵ_{it}) foi necessário defasar os *accruals* totais (AT_{it}) em 1 ano. Devido a apuração dos *accruals* discricionários em 2010 ser dependente dos valores dos *accruals* totais em 2009, a não adoção da IFRS neste ano poderia enviesar os resultados para 2010. Dessa forma, optou-se por retirar da amostra final os dados

correspondentes a 2010, sendo considerado apenas para apuração dos *accruals* discricionários de 2011 no modelo (1).

Ao estimar os modelos (3) e (4), observou-se que os dados estavam fortemente balanceados, sendo realizados alguns testes de especificação padrão, como denominado por Martins (2016). O Teste de *Chow* respondeu se a rotação de dados em painel poderia ser realizada por Efeito *Pooled Ordinary Least* ou por Efeito Fixo (OLS). Pelo Teste de *Hausman* foi possível observar se os modelos seriam melhor estimados por Efeito Aleatório (GLS) ou Efeito Fixo (OLS). Já pelo Teste de *Breuch-Pagan* definiria se o Efeito *Pooled Ordinary Least* ou Efeito Aleatório (GLS) seriam o melhor tipo de estimação.

Posteriormente os pressupostos básicos foram testados sobre os dados. O Teste de *Breuch-Pagan* foi utilizado para observar a heterocedasticidade dos dados. O Teste VIF demonstrou se os dados estavam em um nível de multicolinearidade aceitável. O Teste de *Jarque-Bera* foi aplicado como forma de identificar se os dados se comportavam como uma distribuição normal ou não. Por fim, o pressuposto da autocorrelação dos dados foi identificado por meio do Teste de *Wooldridge*.

Com a detecção de algumas falhas dos dados em relação aos pressupostos, foi necessária a estimação de regressões robustas para correção de tais problemas. Além disso, dados que apresentaram altos valores de desvio padrão, foram insorizados, reduzindo a influência de possíveis *outliers* na amostra.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Tendo por objetivo estudar a relação existente entre o nível de gerenciamento de resultados e a evidenciação de informações relacionadas a Responsabilidade Social Corporativa, o primeiro passo constituiu-se em estimar os *accruals* discricionários pelo modelo de Pae (2005).

Tabela 2 - Análise Descritiva do Modelo (1)

	AT_{it}	I/A_{it-1}	ΔR_{it}	PPE_{it}	FCO_{it}	FCO_{it-1}
Empresas	216	216	216	216	216	216
Observações	1944	1944	1944	1944	1944	1944
Média	-0,048373	2,33E-09	0,05099	0,27785	0,06092	-0,041463
Mediana	-0,040842	3,80E-10	0,03312	0,22431	0,06078	0,06389
Desvio Padrão	0,16101	7,37E-09	0,24296	0,26785	0,10676	4,57514
Valor Mínimo	-1,61004	1,11E-12	-5,47449	4,4E-07	-1,09576	-201,6
Valor Máximo	2,23113	9,36E-08	2,39585	2,75882	0,75129	0,75129

Fonte: Resultados da Pesquisa (2019).

Na tabela 2 pode-se observar a análise descritiva das variáveis que compuseram o modelo de estimação dos *accruals* discricionários. A amostra foi composta por 216 empresas, definindo um painel fortemente balanceado, com dados referentes aos anos de 2010 a 2018, originando 1944 observações.

Nota-se que os *accruals* totais da amostra apresentaram uma média de -0,048, valor muito próximo ao zero, mas negativo, o que demonstra que uma pequena maioria das empresas apresentaram o valor de fluxo de caixa operacional maior que o lucro, fato que se confirma pelo valor da mediana de -0,041.

A variação das receitas (ΔR_{it}), pelo seu valor máximo e mínimo, refletem que houve na amostra empresa com crescimento nas vendas a 2,39, e empresa com queda na receita de -5,47, porém em média, apesar de próximo ao zero, assim como na mediana, as empresas apresentaram variação positiva nas receitas.

Ao observar a imobilização da amostra (PPE_{it}), percebe-se que as empresas em média apresentaram um índice de imobilização de 0,27, e que de acordo com o valor máximo de 2,75, pode-se concluir que algumas empresas constiuíram grandes aquisições de imóveis em determinados períodos.

Em relação aos fluxos de caixa operarinal (FCO_{it} e FCO_{it-1}), o valor mínimo de -201,6 identifica que no período de 2009 alguma das empresas apresentou um fluxo de caixa operacional negativo. De acordo com o valor de 4,57 no desvio padrão, considerou-se a presença de *outliers*, e para evitar a sua influência sobre os dados, tal variável foi insorizada, retirando assim valores extremos que pudessem enviesar os resultados.

Desse modo, por meio da estimação do modelo por GMM, os *accruals* discricionários puderam ser estimados. Os resultados desta estimação estão expostos a seguir.

Tabela 3 - Resultados das Regressões do Modelo (1)

AT_{it}	Sinal Esperado	Defasagem em 1 Lag		Defasagem em 2 Lags	
		Coefficientes	P-valor	Coefficientes	P-valor
AT_{it-1}	-	-0,04228	0,046	-0,35547	0,000
AT_{it-2}	-			-0,29029	0,000
$1/A_{it-1}$	+/-	5151718	0,016	8775974	0,019
ΔR_{it}	+	0,17887	0,000	0,11576	0,000
PPE_{it}	-	-0,11603	0,001	-0,09063	0,233
FCO_{it}	-	-0,71435	0,000	-0,76957	0,000
FCO_{it-1}	+	0,05292	0,253	-0,13181	0,007
<i>Const.</i>		-0,00287	0,796	-0,00965	0,640
<i>Arellano-Bond</i>		0,1623		0,3521	
<i>Sargan</i>		0,0012		0,0017	

Fonte: Resultados da Pesquisa (2019).

Por ser um modelo que apresenta endogenia e autocorrelação dos resíduos, a melhor forma de estimação para o modelo de Pae (2005) foi por meio do método GMM. Dessa maneira, o próprio modelo apresenta os *accruals* totais do período anterior (AT_{it-1}) como uma defasagem da variável dependente, dessa forma tornando-a um instrumento. Utilizou-se também a defasagem dos *accruals* totais em dois períodos (AT_{it-2}) como forma de testar a especificação do modelo.

Ao estimar o painel dinâmico pelo teste de *Arellano-Bond*, viu-se na tabela 3 que ambos os modelos não apresentaram autocorrelação serial em seus resíduos, aceitando a hipótese nula. Pelo teste de *Sargan*, ao aceitar a hipótese nula, foi possível observar que as variáveis (AT_{it-1} e AT_{it-2}) foram bons instrumentos para os modelos, não apresentando problemas de sobreidentificação. E ao observar o valor deste teste, pôde-se perceber que a estimação com a defasagem em 1 lag forneceria melhores resultados por apresentar um menor p-valor.

Observa-se que no modelo que considerou a defasagem dos *accruals* totais em duas *lags*, ambas apresentaram significância estatística a 1%, demonstrando coeficientes negativos, o que indica que os *accruals* de fato se revertem ao longo do tempo, como defendido por Pae (2005). Já ao considerar o modelo com apenas uma defasagem, o AT_{it-1} apresentou significância estatística a 5%, com coeficiente negativo, também indicando sua reversão.

Considerando o modelo com a defasagem de 1 *lag* a melhor estimação, baseado no teste de *Sargan*, observou-se que com exceção do fluxo de caixa defasado (FCO_{it-1}) todas as variáveis apresentaram significância estatística, com os sinais dos coeficientes de acordo com as expectativas de Pae (2005), reforçando a excelência de tal estimação.

Desse modo, foram extraídos os resíduos deste modelo (ϵ_{it}), considerando-os como os *accruals* discricionários. Tais valores foram postos em módulo, para que pudessem demonstrar a amplitude em relação ao zero, definindo assim o nível de gerenciamento de resultados (GR_{it}).

O nível de gerenciamento de resultados (GR_{it}) foi posteriormente usado nos modelos (3) e (4) como variável dependente, a ser relacionada com as variáveis de interesse, correspondentes à Responsabilidade Social Corporativa (RSC_{it} , DA_{it} , DE_{it} e DS_{it}) e demais variáveis de controle.

Tabela 4 - Análise Descritiva dos Modelos (3) e (4)

	GR_{it}	RSC_{it}	DA_{it}	DE_{it}	DS_{it}	ROA_{it}	END_{it}	GOV_{it}	MTB_{it}
Empresas	191	191	191	191	191	191	191	191	191
Observações	1528	1528	1528	1528	1528	1528	1528	1528	1528
Média	0,0777	0,5004	0,3472	0,6464	0,5291	0,0361	1,0521	0,6754	1,8156
Mediana	0,0697	0,4767	0,2813	0,6429	0,5385	0,0423	0,6509	1	1,0813
D. Padrão	0,0585	0,1709	0,2671	0,1099	0,1879	0,1531	17,989	0,4683812	4,2272
V. Mínimo	0,0002	0,1163	0	0,2857	0	-1,3424	-554,75	0	-21,835
V. Máximo	0,8821	0,9302	0,9688	1	1	2,8727	218,22	1	99,246

Fonte: Resultados da Pesquisa (2019).

Como demonstra a tabela 4, nesta segunda amostra, foram trabalhadas 191 empresas, pois 25 empresas não apresentaram relatórios suficientes para a análise de conteúdo, ou não foi possível o acesso aos mesmos. Além disso, o número de observações corresponde aos anos de 2011 a 2018, pois como explicado anteriormente, ao utilizar a defasagem dos *accruals* totais em 1 *lag* (AT_{it-1}), os *accruals* discricionários de 2010 não puderam ser estimados, pois os dados referentes a 2009 poderiam estar enviesados, devido a não adoção obrigatória da IFRS.

Analisando a variável dependente, estimada pelo modelo (1), pôde-se perceber que as empresas da amostra apresentaram níveis variados de gerenciamento de resultados (GR_{it}). Pelo valor mínimo de 0,0002, comprova-se que todas as empresas gerenciaram seus resultados por meio dos *accruals*. Já o valor máximo de 0,88 demonstra a presença de um alto gerenciamento de resultado em alguma empresa da amostra. Pelos valores da média e da mediana, conclui-se, que em sua maioria, o GR não foi tão elevado na amostra.

Em relação às variáveis de interesse, a média aponta para a evidenciação de 50% das informações reportadas pela análise de conteúdo para a RSC_{it} , sendo a dimensão ambiental a menos evidenciada em média (34,72%), enquanto que as dimensões econômica (64,64%) e social (52,91%) apresentaram evidenciação acima da média geral.

Pelos valores mínimos, pôde-se identificar que a dimensão econômica foi a única que apresentou dados evidenciados por todas as empresas. Enquanto que nenhuma empresa atingiu a evidenciação máxima de informações ambientais.

Quanto as variáveis de controle, o ROA_{it} demonstrou que ocorreram retornos variados na amostra e que pela variável GOV_{it} a maioria das empresas encontram-se classificada em algum nível de governança. Percebeu-se um alto desvio padrão para as variáveis de endividamento (END_{it}) e *market-to-book* (MTB_{it}), com valores máximos e mínimos distoantes, com isto, tais variáveis foram insorizadas para reduzir os efeitos dos *outliers*.

A partir destes dados, foram estimados os modelos (3) e (4), com os resultados demonstrados na tabela 5. Como podes er observado, foram aplicados testes de especificação para dados em painel em MQO, como forma de realizar a melhor estimação para os parâmetros. Pelo Teste de *Chow* percebe-se que ao nível de 1% significância ambos os modelos seriam melhor estimados por efeitos fixos (OLS). Porém o Teste de *Hausman* determinou que a estimação por efeitos aleatórios (GLS) seria a melhor opção para a amostra.

Diante dos pressupostos básicos sobre os dados, o Teste de Breuch-Pagan demonstrou que a 1% de significância os dados são heterocedásticos. O Teste VIF evidenciou ambos os modelos não apresentaram problemas de multicolineariade, por não ultrapassarem o limite de teste 10.

Ao testar a normalidade dos dados pelo Teste de Jarque Bera, viu-se que a hipótese nula de normalidade foi rejeitada, demonstrando que os dados não se comportam de maneira normal. Porém, baseado na teoria do limite central, de que grandes amostras tendem a normalidade, tal pressuposto foi devidamente relaxado para ambos os modelos.

Por fim, o Teste de Wooldridge demonstrou que a 5% de singinificância os dados aprsentaram problemas de autocorrelação. Dessa forma, os problemas de heterocedastidade e

autocorrelação foram corrigidos por meio da estimação de regressão robusta, resultando em melhores parâmetros. Ambos os modelos mostraram significância estatística a 1%, com poder explicativo de 20,93% no modelo (3) e de 22,49% no modelo (4), assim como esposto pelo *R-between*.

Tabela 5 - Resultados das Regressões dos Modelos (3) e (4)

GR_{it}	Sinal Esperado	Modelo 3		Modelo 4	
		Coefficientes	P-valor	Coefficientes	P-valor
RSC_{it}	+/-	0,02993	0,121		
DA_{it}	+/-			0,02661	0,029
DE_{it}	+/-			0,02205	0,324
DS_{it}	+/-			-0,01895	0,282
ROA_{it}	+	0,01944	0,362	0,02013	0,342
END_{it}	+	-0,00431	0,007	-0,00427	0,008
GOV_{it}	-	-0,01092	0,087	-0,01143	0,068
MTB_{it}	+/-	0,00434	0,003	0,00443	0,002
<i>Const.</i>		0,10125	0,000	0,10223	0,000
<i>R-within</i>		0,0067		0,0072	
<i>R-between</i>		0,2093		0,2249	
<i>R-overall</i>		0,0930		0,0995	
<i>Chow</i>		0,0000		0,0000	
<i>Hausman</i>		0,1009		0,3210	
<i>Breuch-Pagan</i>		0,0000		0,0000	
<i>VIF</i>		2,9100		7,0600	
<i>Jarque Bera</i>		5,30E-10		2,90E-08	
<i>Wooldridge</i>		0,0385		0,0380	

Fonte: Resultados da Pesquisa (2019).

Analisando os resultados dos coeficientes obtidos pelo modelo (3), percebeu-se que a Responsabilidade Social Corporativa (RSC_{it}) como um todo não apresentou significância estatística em relação ao gerenciamento de resultados (GR_{it}). Porém ao analisar as *proxys* de RSC separadas, notou-se que apesar das dimensões econômica (DE_{it}) e social (DS_{it}) não apresentarem relação significativa com o GR, a dimensão ambiental apresentou significância a 5% em relação ao GR. Além disso, o coeficiente gerado por essa relação apresentou sinal positivo, demonstrando que a divulgação de informações referentes a dimensão ambiental estão diretamente associadas ao gerenciamento de resultados.

Desse modo, pôde-se considerar que a perspectiva de Murcia e Wuerges (2011) sobre a relação entre a RSC e o GR estaria correta em partes, pois assim como em sua pesquisa, não foi constatado nesta amostra relação significativa entre as duas variáveis. Porém, ao observar

que as informações de cunho ambiental mostraram-se diretamente associadas ao GR, e as informações econômicas e sociais não foram significantes, os achados de Murcia e Wuerges (2011) passam a ser confrontados, já que de acordo com estes autores informações socioambientais não estariam relacionadas ao gerenciamento de resultados, apenas as informações financeiras.

Em contrapartida, tais respostas estão de acordo com Consoni, Colauto e Lima (2017), que não observaram relação entre o GR e a divulgação de informações econômicas, sendo justificado pelos autores pelo fato de existir muitos acionistas no Brasil com privilégios privados de controle empresarial, e a evidenciação de tais informações não seria um diferencial necessário.

Quanto à relação direta apresentada pela DA com o GR, tal fator pode ser explicado pelas questões de interesse aos negócios, o que nos remete a aceitar a hipótese de relação oportunista entre o GR e a RSC associada a informações de cunho ambiental. Este achado pode ser explicado pela necessidade dos gestores em tentar mostrar uma imagem sustentável ao mercado, para posteriormente atingir metas que não seriam realmente favoráveis aos investidores (HOANG; ABEYSEKERA; MA, 2019). Com isto, a evidenciação voluntária de informações ambientais pôde ter sido utilizada para ocultar possíveis práticas de GR (PRIOR, SURROCA; TRIBÓ, 2008).

Quanto às variáveis de controle, ambos os modelos apresentaram as mesmas respostas. Os retornos (ROA_{it}) não foram decisivos à prática de GR, contrariando as perspectivas de Jordaan, Klerk e Villiers (2018) e ALIPOUR et al. (2019). Empresas mais endividadas (END_{it}) demonstraram ser propícias a menores níveis de GR, contradizendo Jordaan, Klerk e Villiers (2018) e Alipour et al. (2019). A presença da governança corporativa (GR_{it}) de fato inibe a ocorrência de GR (BARROS; SOARES; LIMA, 2013) e conforme Cunha (2016), empresas com maior índice de *market-to-book* se dispõem a prática de GR.

Neste cenário, os dados mostram que as empresas que compuseram a amostra, no período pós-adoção da IFRS, demonstraram seguir uma tendência de comportamento oportuno em relação à divulgação de informações relacionadas a questões ambientais. A associação positiva com a proxy de GR impõe que quanto maiores os níveis de disclosure ambiental, maiores seriam os níveis de GR.

Aplicando o consenso de Dye (2001) em relação à Teoria da Divulgação, as empresas estariam se comportando de forma oportuna ao acreditar que informações ambientais melhorariam a imagem empresarial, lhes atribuindo valor e confiança do mercado, descartando possíveis hipóteses pessimistas. O que de fato estaria associado a tentar mascarar

os resultados gerenciados, fazendo com que os investidores não realizassem bons negócios (HOANG; ABEYSEKERA; MA, 2019).

Salienta-se que a amostra estudada compreendeu apenas 191 empresas de capital aberto, devido as limitações de dados para a composição da análise. Dessa forma, os resultados podem refletir um cenário de relação oportunista, baseado no dados apresentados por tais empresas. Comportamentos específicos de cada setor em relação a amostra foram apenas utilizados como controle para a estimação do modelo estatístico, mas não estudados de forma aprofundada e individualizada, o que pode gerar uma lacuna para tais respostas.

Observando que informações ambientais possivelmente estejam associados a práticas de gerenciamento de resultados maiores, pode-se destacar uma contraposição às pesquisas de Silva (2016); Silva e Costa (2017); Jordaan, Klerk e Villiers (2018); Ernford e Voigt (2018); Alipour et al., (2019); Hoang, Abeysekera, MA (2019); Christina e Alexander (2019) e Rezaee e Tuo (2019). Dessa forma, observou-se que a RSC não apresenta-se, necessariamente, como uma atitude ética, pois, baseando-se na perspectiva de Martínez-Ferrero, Banerjee e García-Sánchez (2016) e Prior, Surroca e Tribó (2008), estratégias oportunas podem ser realizadas para otimizar a imagem empresarial, ao mesmo tempo que satisfaz as necessidades dos stakeholders de maneira aparente.

Numa visão Contábil, a posição discricionária dos gestores, diante deste cenário de atitude oportunista, representa um declínio na qualidade da informação reportada aos usuários, o que demonstra uma fragilidade das principais características qualitativas da Contabilidade, que é a representação fidedigna dos dados empresariais.

Dessa forma, os *stakeholders* devem atentar-se às atitudes empresariais, e a partir desses resultados, considerar a Responsabilidade Social Corporativa como um fator sinalizador para possíveis atos oportunos, diante o que é divulgado. Assim, a evidenciação voluntária da RSC, associada a informações de cunho ambiental, poderá ser considerada como um possível sinal ao mercado de que tais empresas tendem a gerenciar seus resultados por meio dos *accruals* discricionários.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve por objetivo estudar a possível relação existente entre a evidenciação das práticas relacionadas a Responsabilidade Social Corporativa, com o nível de Gerenciamento de Resultados. Tal relação baseou-se na perspectiva de que a evidenciação voluntária de informações, adicionais ao contexto contábil, possibilita a ideia de que a assimetria de informações entre a gestão e *stakeholders* seria possivelmente amenizada.

Contundo, por meio da discricionariedade dos gestores, algumas informações poderiam ser trabalhadas de forma estratégica para a divulgação, assim como, poderiam utilizar do poder discricionário para possíveis praticas de Gerenciamento de Resultados. Associando tal ato à evidenciação de informações relacionadas a Responsabilidade Social Corporativa, pôde-se estabelecer a hipótese de que o GR estaria relacionado a questões de RSC.

A estratégia empresarial poderia ser sinalizada, baseada em perspectivas éticas ou oportunas. Dessa forma, buscou-se, por meio da Teoria da Sinalização, demonstrar se o *disclosure* voluntário de informações ambientais, sociais e econômicas estariam associados a um comportamento ético ou oportuno pelos gestores.

Foram analisadas as empresas de capital aberto, com ações ativas na Bolsa, Brasil, Balcão (B₃), que não pertencessem ao setor financeiro e dispusessem de todas as informações necessárias para a análise, dentre os anos de pós-adoção da IFRS.

O mecanismo metodológico ocorreu em duas etapas. A primeira delas compreendeu a estimação do nível de GR por meio do modelo descrito por Pae (2005). Neste momento a amostra foi composta por 216 empresas, resultando 1944 observações. O modelo de Pae (2005), estimado pelo método GMM (*System Generalized Method of Moments*) devido aos problemas de endogeneidade e autocorrelação dos resíduos (MARTINEZ, 2008), apresentou como variável instrumental a defasagem dos *accruals* totais em 1 período, gerando os resíduos da regressão, considerados como os *accruals* discricionários. Tais dados foram postos em valor absoluto, resultando no valor do nível de gerenciamento de resultados.

No segundo momento, dando origem às variáveis relacionadas a RSC, foi realizada análise de conteúdo dos Relatórios de Sustentabilidade, Formulários de Referência e Notas Explicativas, averiguando informações relacionadas aos 43 indicadores baseados nas pesquisas de Callado (2010) e Murcia e Wuerges (2011), podendo estar expostos de maneira quantitativa, qualitativa ou não presentes. Criou-se então 4 *proxys*: relacionada à ambientais, à sociais, à econômicas, e à RSC como um todo, de acordo com a perspectiva do *Tripple Botton Line*.

Ao considerar a RSC como determinante para o GR, estimou-se dois modelos econométricos contendo dados de 191 empresas, resultando em 1528 observações. Ao estimar os parâmetros, viu-se que a RSC como um todo não apresentou relação significativa com o GR, porém especificamente as informações relacionadas a questões ambientais, estariam associadas a um nível maior de GR, corroborando em partes com a perspectiva de Murcia e Wuerges (2011) e Consoni, Colauto e Lima (2017).

Tal resultado pôde demonstrar que, a luz da Teoria da Sinalização, a evidenciação de informações relacionadas a questões ambientais pode ser um sinal de que as empresas estejam intensificando práticas de gerenciamento por *accruals*.

Este fato contradiz a perspectiva de que a RSC induziria a um menor GR, como defendido nacionalmente por Silva (2016) e Silva e Costa (2017); e internacionalmente por Jordaan, Klerk e Villiers (2018); Ernfrjord e Voigt (2018); Alipour et al., (2019); Hoang, Abeysekera, MA (2019); Christina e Alexander (2019) e Rezaee e Tuo (2019).

Porém, tais resultados entram em conformidade com os ideais que consideram a RSC como um mecanismo estratégico que evita possíveis efeitos negativos advindos do GR (MARTÍNEZ-FERRERO; BANERJEE; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2016), pois satisfazendo as necessidades dos *stakeholders*, a imagem empresarial seria otimizada, desviando a atenção sobre a gestão dos lucros (PRIOR; SURROCA; TRIBÓ, 2008).

Martínez-Ferrero, Banerjee e García-Sánchez (2016) ainda afirmam que os gestores tendem ao oportunismo por não ser tão fácil captar atitudes e efeitos de manipulação relacionados à evidenciação da RSC, o que auxilia a mascarar o GR. E neste aspecto a presente pesquisa buscou amparar esta lacuna no cenário brasileiro.

Um dos diferenciais desta pesquisa encontra-se no procedimento metodológico utilizado para a estimação dos *accruals* discricionários, o GMM. Como descrito por Martinez (2008) os modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (1995) possuem falhas de classificação, como a endogenia e autocorrelação nos resíduos. Dessa forma, a utilização do modelo de Pae (2005) torna-se essencial, pois ele ameniza tais problemas ao defasar os *accruals* totais, variável dependente, transformando-a numa variável instrumental.

Estudos que abordaram sobre a relação entre a RSC e o GR, utilizaram em sua maioria o modelo de Jones Modificado (1995), para estimar a *proxy* de GR, o que pôde enviesar os resultados. Com isto, a presente pesquisa buscou corrigir tais erros para desenvolver a análise mais correta possível. Outro fator importante se aplica ao método de mensuração dos dados de RSC, que baseado na perspectiva de Murcia e Wuerges (2011) é uma das únicas pesquisas no Brasil que buscou pela análise de conteúdo estimar as *proxys* referentes à RSC.

Convergindo ao pensamento de Dye (2001) de que a evidenciação de informações voluntárias ocorre como forma de tentar favorecer a gestão em busca de melhores resultados, pôde-se concluir que as informações de RSC associadas a questões ambientais foram possivelmente usadas como estratégia empresarial para mascarar o GR, fazendo com que os investimentos ganhos não fossem tão favoráveis aos investidores.

Desta forma, baseando-se no cenário brasileiro, e analisando as 191 empresas de forma geral, desconsiderando eventuais comportamentos específicos de cada setor, pôde-se observar que tal pesquisa pode servir como um auxílio aos *stakeholders*, ao identificar que a presença de maiores informações sobre questões ambientais pode sinalizar a incidência de maiores níveis de gerenciamentos de resultados.

REFERÊNCIAS

- AERTS, W.; CORMIER, D.; MAGNAN, M. Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective. **Ecological Economics**, v. 64, n. 3, p. 643-659, 2008.
- ALIPOUR, M. et al. The Relationship between Environmental Disclosure Quality and Earnings Quality: A panel study of an Emerging Market. **Journal of Asia Business Studies**, n. just-accepted, p. 00-00, 2019.
- ALMAHROG, Y.; ALI A., Z.; ARUN, T. Earnings management and corporate social responsibility: UK evidence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 16, n. 2, p. 311-332, 2018.
- ALSOS, G. A.; LJUNGGREN, E. The role of gender in entrepreneur–investor relationships: A signaling theory approach. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 41, n. 4, p. 567-590, 2017.
- ALVES, M. T. V. D.; GRAÇA, M. L.. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 3, p. 163-184, 2013.
- AN, Y.; DAVEY, H.; EGGLETON, I. RC. Towards a comprehensive theoretical framework for voluntary IC disclosure. **Journal of Intellectual Capital**, v. 12, n. 4, p. 571-585, 2011.
- ANDRADE, L. P. et al. Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, 2013.
- ARELLANO, Manuel; BOND, Stephen. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The review of economic studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- BARBOSA, J. S. et al. Divulgação voluntária e qualidade da informação contábil: Estudo com empresas do segmento BOVESPA Mais. **RIC**, v. 9, n. 3, p. 16, 2015.
- BARDIN, L.. Análise de conteúdo. **Lisboa: edições**, v. 70, p. 225, 1977.
- BARROS, L. A. B. B., et al. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. 2010.
- BARROS, C. ME; SOARES, R. O.; LIMA, G. AS F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 2013, 7.19: 27-39.
- BECCHETTI, L. et al. Corporate social responsibility and shareholder's value. **Journal of Business Research**, v. 65, n. 11, p. 1628-1635, 2012.
- BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 23, n. 3, p. 333-376, 2008.

- BHATTACHARYYA, A.; CUMMINGS, L. Measuring corporate environmental performance–stakeholder engagement evaluation. **Business Strategy and the Environment**, v. 24, n. 5, p. 309-325, 2015.
- BONSÓN, E.; BEDNÁROVÁ, M. CSR reporting practices of Eurozone companies. **Revista de Contabilidad**, v. 18, n. 2, p. 182-193, 2015.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 05 março 2019.
- BRASIL (2000). Lei nº 10.165 - Altera a Lei nº 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. Recuperado em 28 de abril, 2018. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2000/lei-10165-27-dezembro-2000-353895-publicacaooriginal-103377-pl.html>>
- BROOKS, C.; OIKONOMOU, I. The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. **The British Accounting Review**, v. 50, n. 1, p. 1-15, 2018.
- CALLADO, A. L. C.. **Modelo de mensuração de sustentabilidade empresarial: uma aplicação em vinícolas localizadas na Serra Gaúcha**. Tese de doutorado - Programa de Pós-Graduação em Agronegócios da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.
- CARDOSO, C.; SILVA, L. M.; SILVA, R. P. A. Relato integrado: Divulgação dos Capitais Humano e Financeiro em instituições bancárias sob a ótica da Teoria da Sinalização. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2017.
- CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **Academy of management review**, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.
- CASELL, C. A.; MYERS, L. A.; SEIDEL, T. A. Disclosure transparency about activity in valuation allowance and reserve accounts and accruals-based earnings management. **Accounting, Organizations and Society**, v. 46, p. 23-38, 2015.
- CHAN, K. et al. Earnings quality and stock returns: The evidence from accruals. **Available at SSRN 259691**, 2001.
- CHO, E.; CHUN, S. Corporate social responsibility, real activities earnings management, and corporate governance: evidence from Korea. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, v. 23, n.4, p. 400-431, 2016.
- CHOI, B. B.; LEE, D.; PARK, Y. Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Korea. **Corporate Governance: An International Review**, v. 21, n. 5, p. 447-467, 2013.
- CHRISTINA, S.; ALEXANDER, N.. Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Earnings Management. In: **5th Annual International Conference on Accounting Research (AICAR 2018)**. Atlantis Press, 2019.

CLARKSON, P. M. et al. The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative?. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 5, p. 410-431, 2013.

COELHO, A. L. A. L.; COELHO, C.; GODOI, C. K. O discurso da sustentabilidade e sua inserção no contexto organizacional. **Revista Gestão & Conexões**, v. 2, n. 1, p. 147-186, 2013.

Comissão de Valores Mobiliários/ Normas Contábeis e Auditoria/Superintendência de Relações com Empresas (CVM). 2007. **Ofício-Circular n. 480, de 14 de fevereiro de 2007. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas**. Recuperado de <http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp>

CONSONI, S. **Divulgação voluntária e sua relação com gerenciamento de resultados contábeis**. 2014. Dissertação. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade –Contabilidade e Finanças, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná. Curitiba, 2014.

_____, S.; COLAUTO, R. D.; LIMA, G. A. S. F.. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 249-263, 2017.

CUNHA, E. P. et al. **Gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e sustentabilidade corporativa no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. UFES. 2016.

DALMÁCIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização**. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

DEANGELO, L. E. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. **The accounting review**, v. 61, n. 3, p. 400, 1986.

DECHOW, P. M. et al. Detecting earnings management: A new approach. **Journal of accounting research**, v. 50, n. 2, p. 275-334, 2012.

_____, P. M.; KHIMICH, N. V.; SLOAN, R. G. **The accrual anomaly**. Available at SSRN 1793364, 2011.

_____, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, 2000.

_____, P. M.; SLOAN, R. G. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. **Journal of accounting and Economics**, v. 14, n. 1, p. 51-89, 1991.

_____, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **Accounting review**, p. 193-225, 1995

_____, P.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of accounting and economics**, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, 2010.

DEEGAN, C. Introduction: the legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 282-311, 2002.

DEGENHART, L.; MAZZUCO, M. S. A.; KLANN, R. C. Relevância das Informações Contábeis e a Responsabilidade Social corporativa de Empresas Brasileiras. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 14, n. 3, p. 157-168, 2017.

DENG, X.; KANG, J.; LOW, B. S. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. **Journal of financial Economics**, v. 110, n. 1, p. 87-109, 2013.

DHALIWAL, D. S. et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. **The accounting review**, v. 86, n. 1, p. 59-100, 2011.

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of accounting and economics**, 2001, 32.1-3: 181-235.

_____, R. A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of accounting research**, 1985, 123-145.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. **The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance**. Cambridge, MA, USA: National Bureau of Economic Research, 2012.

ECKER, F. et al. Estimation sample selection for discretionary accruals models. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2-3, p. 190-211, 2013.

ELKINGTON, J.. Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. **Environmental Quality Management**, v. 8, n. 1, p. 37-51, 1998.

ERNFJORD, K.; VOIGT, M. Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure and Earnings Management. 2018.

FAISAL et al. The relationship between corporate social responsibility disclosure and earnings management: is it a complement mechanism or a substitute mechanism?. **International Journal of Business Governance and Ethics**, 2018.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, 2001.

FRANCESCHETTI, B. M.. Financial Crises and Earnings Management Behavior. 2018.

FREEMAN, R. E. The stakeholder approach revisited. **Zeitschrift für Wirtschafts-und Unternehmensethik**, v. 5, n. 3, p. 228-254, 2004.

FRIAS-ACEITUNO, J. V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SÁNCHEZ, I. M. Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting. **Business strategy and the environment**, v. 23, n. 1, p. 56-72, 2014.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. In: **Corporate ethics and corporate governance**. Springer, Berlin, Heidelberg, 2007. p. 173-178.

GAMERSCHLAG, R.; MÖLLER, K.; VERBEETEN, F. Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. **Review of Managerial Science**, v. 5, n. 2-3, p. 233-262, 2011.

GAO, F.; LISIC, L. L.; ZHANG, I. X. Commitment to social good and insider trading. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2-3, p. 149-175, 2014.

GAO, L.; ZHANG, J. H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 108-127, 2015.

Global Reporting Initiative (GRI). 2019. Empowering Sustainable Decisions. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx> . Acesso em: 15 março 2019.

GRAAFLAND, J.; NOORDERHAVEN, N. National culture and environmental responsibility research revisited. **International Business Review**, v. 27, n. 5, p. 958-968, 2018.

GRAY, R.; BEBBINGTON, J. **Accounting for the Environment**. Sage, 2001.

GRECCO, M. C. P.; GERON, C. M. S.; GRECCO, G. B. Corporate Social Responsibility and its Relation with Performance and Earnings Management. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 1, p. 25-44, 2017.

GUIDRY, R. P.; PATTEN, D. M. Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research. In: **Accounting Forum**. Taylor & Francis, 2012. p. 81-90.

HAGA, Jesper et al. Is earnings management sensitive to discount rates?. **Journal of Accounting Literature**, v. 41, p. 75-88, 2018.

HAHN, R.; KÜHNEN, M. Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. **Journal of cleaner production**, v. 59, p. 5-21, 2013.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

_____, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of accounting and economics**, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, 1985.

HENDRIKSEN, E.S; VAN BREDA, M.F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas. 2009.

HOANG, T. C.; ABEYSEKERA, I.; MA, S.. Earnings Quality and Corporate Social Disclosure: The Moderating Role of State and Foreign Ownership in Vietnamese Listed Firms. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 55, n. 2, p. 272-288, 2019.

HOSTAK, P. et al. An examination of the impact of the Sarbanes–Oxley Act on the attractiveness of US capital markets for foreign firms. **Review of Accounting Studies**, v. 18, n. 2, p. 522-559, 2013.

HUMMEL, K.; SCHLICK, C. The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure–Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 5, p. 455-476, 2016.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. **Harvard Business School research working paper**, n. 11-100, 2017.

JANISZEWSKI, V. J. et al. Relação da Teoria da Sinalização com o Desempenho das Empresas a partir dos seus Indicadores de Performance de Divulgação Voluntária. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 2, 2017.

JENKINS, D. S.; VELURY, U. K. Auditor tenure and the pricing of discretionary accruals in the post-SOX era. **Accounting and the Public Interest**, v. 12, n. 1, p. 1-15, 2012.

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

JI, X.; LU, W.; QU, W. Voluntary disclosure of internal control weakness and earnings quality: Evidence from China. **The International Journal of Accounting**, v. 52, n. 1, p. 27-44, 2017.

JO, H.; KIM, Y.. Disclosure frequency and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 84, n. 2, p. 561-590, 2007.

JOHNSON, V. E.; KHURANA, I. K.; REYNOLDS, J. K. Audit-firm tenure and the quality of financial reports. **Contemporary accounting research**, v. 19, n. 4, p. 637-660, 2002.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of accounting research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

JORDAAN, L. A.; KLERK, M.; VILLIERS, C. J. Corporate social responsibility and earnings management of South African companies. **South African Journal of Economic and Management Sciences**, v. 21, n. 1, p. 1-13, 2018.

KANSAL, M.; JOSHI, M.; BATRA, G. S. Determinants of corporate social responsibility disclosures: Evidence from India. **Advances in Accounting**, v. 30, n. 1, p. 217-229, 2014.

KIM, Y.; PARK, M. S.; WIER, B. Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. **The accounting review**, v. 87, n. 3, p. 761-796, 2012.

- KIRON, D. et al. Joining forces: Collaboration and leadership for sustainability. **MIT Sloan Management Review**, v. 56, n. 3, p. 1-31, 2015.
- KLANN, R. C. **Gerenciamento de resultados**: análise comparativa de empresas brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS. 372 f. Tese (Doutorado em Administração e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, 2011.
- KOETZ, C. I.; SANTOS, C. P.; KOPSCHINA, L. C. Y. A sinalização da qualidade nos serviços. **REGE Revista de Gestão**, v. 16, n. 3, p. 81-97, 2009.
- KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005
- LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, disclosure, and the cost of capital. **Journal of accounting research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.
- LANIS, R.; RICHARDSON, G. Corporate social responsibility and tax aggressiveness: An empirical analysis. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 1, p. 86-108, 2012.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**. v. 69, n. 3, p. 505-528, 2003.
- LI, C. et al. The consequences of information technology control weaknesses on management information systems: The case of sarbanes-oxley internal control reports. **Mis Quarterly**, v. 36, n. 1, 2012.
- LINHARES, F. S.; COSTA, F. M.; BEIRUTH, A. X. Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN**, v. 20, n. 2, p. 295-310, 2018.
- LITT, B.; SHARMA, D.; SHARMA, V. Environmental initiatives and earnings management. **Managerial Auditing Journal**, v. 29, n. 1, p. 76-106, 2013.
- LOKUWADUGE, C. S. S.; HEENETIGALA, K. Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 4, p. 438-450, 2017.
- MACKENZIE, B. et al. **IFRS 2012**: interpretação e aplicação. Porto Alegre: Bookman, 2013.
- MAGRATH, L.; WELD, L. G. Abusive earnings management and early warning signs. **CPA journal**, v. 72, n. 8, p. 50-54, 2002.
- MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, v.19, n.46, p. 7-17, 2008.
- MARTÍNEZ-FERRERO, J.; BANERJEE, S.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Corporate social responsibility as a strategic shield against costs of earnings management practices. **Journal of Business Ethics**, v. 133, n. 2, p. 305-324, 2016.

_____, J.; GARCIA-SÁNCHEZ, I. M.; CUADRADO-BALLESTEROS, B. Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 22, n. 1, p. 45-64, 2015.

MARTINS, V. G. **Mispricing dos accruals ou fator de risco?** análise da influência do monitoramento externo no mercado brasileiro. Tese (Doutorado em Contabilidade) - Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2016.

MATSUMURA, E. M.; PRAKASH, R.; VERA-MUÑOZ, S. C. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. **The Accounting Review**, v. 89, n. 2, p. 695-724, 2013.

MILLER, J. E. The development of the Miller Ratio (MR): A tool to detect for the possibility of earnings management (EM). **Journal of Business & Economics Research**, v. 7, n. 1, p. 79-90, 2009.

MOTA, A. F.; COELHO, A. C. D.; QUEIROZ, L. L. “Teorias da Informação” e Teorias da Contabilidade: contribuição para tratamento da informação contábil. In: **XIV Congresso USP Contabilidade e Controladoria. São Paulo**. 2014.

MOUSELLI, S.; JAAFAR, A.; HUSSAINEY, Khaled. Accruals quality vis-à-vis disclosure quality: substitutes or complements?. **The British Accounting Review**, v. 44, n. 1, p. 36-46, 2012.

MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. **The financial numbers game: detecting creative accounting practices**. John Wiley & Sons. New York, 2005.

MURCIA, F. D.; WUERGES, A. Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 2, p. 28-44, 2011.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

NOVELINI, C. P.; FREGONESI, M. S. F. A. Analysis of information disclosure about social investments by companies that declare themselves socially responsible. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 17, 2013.

OMAR, N. et al. Management disclosure and earnings management practices in reducing the implication risk. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 145, p. 88-96, 2014.

ORHUN, E. Voluntary disclosure and market competition: Theory and evidence from the US services sector. **Research in International Business and Finance**, v. 47, p. 354-370, 2019.

PAE, J.. Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 1, p. 5-22, 2005.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. 2007

_____, E.; LEME, J. R. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 27-43, 2009.

PETTY, R.; GUTHRIE, J. Intellectual capital literature review: measurement, reporting and management. **Journal of intellectual capital**, v. 1, n. 2, p. 155-176, 2000.

PRIOR, D.; SURROCA, J.; TRIBÓ, J. A. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 3, p. 160-177, 2008.

QIU, Y.; SHAUKAT, A.; THARYAN, R. Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 1, p. 102-116, 2016.

REZAEI, Z. Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective. **Journal of Accounting Literature**, v. 36, p. 48-64, 2016.

_____, Z.; TUO, L. Are the quantity and quality of sustainability disclosures associated with the innate and discretionary earnings quality?. **Journal of Business Ethics**, v. 155, n. 3, p. 763-786, 2019.

RICHARDSON, V. J. Information asymmetry and earnings management: Some evidence. **Review of quantitative finance and accounting**, v. 15, n. 4, p. 325-347, 2000.

RODRIGUES, R. M. R. C.; PAULO, E.; MELO, C. L. L. Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais para Sustentar Desempenho nas Empresas Não-financeiras do Ibovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 28, n. 3, p. 82-102, 2017.

ROMOLINI, A.; FISSI, S.; GORI, E. Scoring CSR reporting in listed companies—Evidence from Italian best practices. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 21, n. 2, p. 65-81, 2014.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of accounting and economics**, v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SANTOS, L. M. S.; LUCENA, W. G. L.; DUARTE, F. C. L. Disclosure Voluntário de Informações Sociais: Um Estudo com as Empresas da Construção Civil Listadas na BM&FBOVESPA. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2015.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting horizons**, v. 3, n. 4, p. 91, 1989.

SCHOLTENS, B.; KANG, F. Corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Asian economies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 20, n. 2, p. 95-112, 2013.

SERVAES, H.; TAMAYO, A. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. **Management science**, v. 59, n. 5, p. 1045-1061, 2013.

SILVA, G. R. A Relação entre Disclosure Voluntário de ações sustentáveis e Gerenciamento de Resultados: Um Estudo Empírico nas Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBovespa. **RAGC**, v. 4, n. 16, 2016.

_____, G. R.; COSTA, F. M. Qualidade da informação contábil e sustentabilidade nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista Ciências Administrativas**, v. 23, n. 1, p. 103-127, 2017.

SPENCE, M. **Job market signaling Quarterly Journal of Economics**, n. 87, v. 3, p. 355-374, 1973.

SUN, N. et al. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. **Managerial Auditing Journal**, v. 25, n. 7, p. 679-700, 2010.

TSCHOPP, D.; HUEFNER, R. J. Comparing the evolution of CSR reporting to that of financial reporting. **Journal of Business Ethics**, v. 127, n. 3, p. 565-577, 2015.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, 1983, 5: 179-194.

_____, R. E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VERSCHOOR, C. C. Should sustainability reporting be integrated?. **Strategic Finance**, v. 93, n. 6, p. 12-15, 2011.

VIANA JÚNIOR, D. B. C. V.; PONTE, V. M. R. Política de dividendos e fluxos de caixa: um estudo à luz da Teoria da Sinalização. **Revista Ciências Administrativas**, v. 21, n. 1, p. 211-236, 2015.

WANG, X.; CAO, F.; YE, K. Mandatory corporate social responsibility (CSR) reporting and financial reporting quality: Evidence from a quasi-natural experiment. **Journal of Business Ethics**, v. 152, n. 1, p. 253-274, 2018.

WATSON, Anna; SHRIVES, Philip; MARSTON, Claire. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. **The British Accounting Review**, v. 34, n. 4, p. 289-313, 2002.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory. Prentice-Hall Inc. 1986.

WU, Yue; ZHANG, Kaifu; XIE, Jinhong. Bad greenwashing, good greenwashing: Corporate social responsibility and information transparency. **Management Science**, p. 1-18, 2020.

ZHAO, H.; ZHANG, F.; KWON, J.. Corporate social responsibility research in international business journals: An author co-citation analysis. **International Business Review**, v. 27, n. 2, p. 389-400, 2018.

ANEXO

Quadro 3 - Empresas que Compuseram a Amostra Final do Estudo

Identificador	Nome da Companhia	Setor (GICS)
MILS3.SA	Mills Estruturas e Servicos de Engenharia SA	Industrials
RNEW11.SA	Renova Energia SA	Utilities
ARZZ3.SA	Arezzo Industria e Comercio SA	Consumer Discretionary
SSBR3.SA	Sonae Sierra Brasil SA	Real Estate
ENAT3.SA	Enauta Participacoes SA	Energy
CEED4.SA	Companhia Estadual de Distribuicao de Energia Eletrica CEEED	Utilities
EEEL4.SA	Companhia Estadual de Geracao e Transmissao de Energia Eletrica CEEE GT	Utilities
MEAL3.SA	International Meal Company Alimentacao SA	Consumer Discretionary
SHOW3.SA	T4F Entretenimento SA	Communication Services
MGLU3.SA	Magazine Luiza SA	Consumer Discretionary
QUAL3.SA	Qualicorp SA	Health Care
TECN3.SA	Technos SA	Consumer Discretionary
CLSC4.SA	Centrais Eletricas de Santa Catarina SA Celesc	Utilities
OIBR4.SA	Oi SA em Recuperacao Judicial	Communication Services
ALUP11.SA	Alupar Investimento SA	Utilities
CPRE3.SA	CPFL Energias Renovaveis SA	Utilities
ABEV3.SA	Ambev SA	Consumer Staples
RAIL3.SA	Rumo SA	Industrials
TIET11.SA	AES Tiete Energia SA	Utilities
SUZB3.SA	Suzano SA	Materials
NEOE3.SA	Neoenergia SA	Utilities
VLID3.SA	Valid Solucoes SA	Industrials
AGRO3.SA	Brasilagro Companhia Brasileira de Propriedades Agricolas	Consumer Staples
ALPA4.SA	Alpargatas SA	Consumer Discretionary
BALM4.SA	Baumer SA	Health Care
BAUH4.SA	Excelsior Alimentos SA	Consumer Staples
BBRK3.SA	Brasil Brokers Participacoes SA	Real Estate
BDLL4.SA	Bardella SA Industrias Mecanicas	Industrials
BEEF3.SA	Minerva SA	Consumer Staples
BMKS3.SA	Bicicletas Monark SA	Consumer Discretionary
BOBR4.SA	Bombрил SA	Consumer Staples
BRAP4.SA	Bradespar SA	Materials
BRKM5.SA	Braskem SA	Materials
BRML3.SA	BR Malls Participacoes SA	Real Estate
BRPR3.SA	BR Properties SA	Real Estate
BTOW3.SA	B2W Companhia Digital	Consumer Discretionary
CALI3.SA	Construtora Adolpho Lindenberg SA	Industrials
CAMB4.SA	Cambuci SA	Consumer Discretionary
CARD3.SA	CSU CardSystem SA	Information Technology

Identificador	Nome da Companhia	Setor (GICS)
CASN4.SA	Companhia Catarinense de Aguas e Saneamento Casan	Utilities
CBEE3.SA	Ampla Energia e Servicos SA	Utilities
CCPR3.SA	Cyrela Commercial Properties SA Empreendimentos e Participacoes	Real Estate
CCRO3.SA	CCR SA	Industrials
CEDO3.SA	Companhia de Fiacao e Tecidos Cedro Cachoeira	Consumer Discretionary
CESP6.SA	CESP Companhia Energetica de Sao Paulo	Utilities
CGRA4.SA	Grazziotin SA	Consumer Discretionary
CMIG4.SA	Companhia Energetica de Minas Gerais CEMIG	Utilities
COCE5.SA	Companhia Energetica do Ceara	Utilities
CORR3.SA	Correa Ribeiro SA Comercio e Industria	Real Estate
CPFE3.SA	CPFL Energia SA	Utilities
CPLE6.SA	Companhia Paranaense de Energia	Utilities
CRDE3.SA	CR2 Empreendimentos Imobiliarios SA	Real Estate
CSAN3.SA	Cosan SA	Energy
CSMG3.SA	Companhia de Saneamento de Minas Gerais Copasa MG	Utilities
CSNA3.SA	Companhia Siderurgica Nacional	Materials
LIQO3.SA	Liq Participacoes SA	Industrials
CTKA4.SA	Karsten SA	Consumer Discretionary
CTNM4.SA	Companhia de Tecidos Norte de Minas COTEMINAS	Consumer Discretionary
CYRE3.SA	Cyrela Brazil Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumer Discretionary
DASA3.SA	Diagnosticos da America SA	Health Care
DOHL3.SA	Dohler SA	Consumer Discretionary
RADL3.SA	Raia Drogasil SA	Consumer Staples
EALT4.SA	Electro Aco Altona SA	Materials
MNDL3.SA	Mundial SA Produtos de Consumo	Consumer Discretionary
TESA3.SA	Terra Santa Agro SA	Consumer Staples
EKTR3.SA	Elektro Redes SA	Utilities
ELEK3.SA	Elekeiroz SA	Materials
ELET6.SA	Centrais Eletricas Brasileiras SA	Utilities
ELPL3.SA	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de Sao Paulo SA	Utilities
EMBR3.SA	Embraer SA	Industrials
EMAE4.SA	EMAE Empresa Metropolitana de Aguas e Energia SA	Utilities
ENBR3.SA	EDP Energias do Brasil SA	Utilities
ENGI4.SA	Energisa SA	Utilities
EQTL3.SA	Equatorial Energia SA	Utilities
ESTC3.SA	Estacio Participacoes SA	Consumer Discretionary
ESTR4.SA	Manufatura de Brinquedos Estrela SA	Consumer Discretionary
ETER3.SA	Eternit SA	Materials
EUCA4.SA	Eucatex SA Industria e Comercio	Materials
EVEN3.SA	Even Construtora e Incorporadora SA	Consumer Discretionary
EZTC3.SA	EZTEC Empreendimentos e Participacoes SA	Consumer Discretionary

Identificador	Nome da Companhia	Setor (GICS)
FESA4.SA	Companhia de Ferro Ligas da Bahia Ferbasa	Materials
FHER3.SA	Fertilizantes Heringer SA	Materials
FJTA4.SA	Taurus Armas SA	Industrials
FRAS3.SA	Fras Le SA	Consumer Discretionary
FRIO3.SA	Metalfrio Solutions SA	Industrials
GEPA3.SA	Rio Paranapanema Energia SA	Utilities
GFSA3.SA	Gafisa SA	Consumer Discretionary
GGBR4.SA	Gerdau SA	Materials
VVAR3.SA	Via Varejo SA	Consumer Discretionary
GOAU4.SA	Metalurgica Gerdau SA	Materials
GOLL4.SA	Gol Linhas Aereas Inteligentes SA	Industrials
GPCP3.SA	GPC Participacoes SA em Recuperacao Judicial	Materials
GPAP3.SA	Companhia Celg de Participacoes Celgpar	Utilities
GRND3.SA	Grendene SA	Consumer Discretionary
GSHP3.SA	General Shopping e Outlets do Brasil SA	Real Estate
GUAR3.SA	Guararapes Confecoes SA	Consumer Discretionary
HAGA4.SA	Haga SA Industria e Comercio	Industrials
HBOR3.SA	Helbor Empreendimentos SA	Real Estate
HBTS5.SA	Companhia Habitasul de Participacoes	Industrials
HGTX3.SA	Cia Hering	Consumer Discretionary
HOOT4.SA	Hoteis Othon SA	Consumer Discretionary
HYPE3.SA	Hypera SA	Health Care
IGTA3.SA	Iguatemi Empresa de Shopping Centers SA	Real Estate
INEP4.SA	Inepar SA Industria e Construcoes	Industrials
JBSS3.SA	JBS SA	Consumer Staples
JFEN3.SA	Joao Fortes Engenharia SA	Real Estate
JHSF3.SA	JHSF Participacoes SA	Real Estate
JOPA4.SA	Josapar Joaquim Oliveira SA Participacoes	Consumer Staples
KEPL3.SA	Kepler Weber SA	Industrials
KLBN4.SA	Klabin SA	Materials
KROT3.SA	Kroton Educacional SA	Consumer Discretionary
LAME4.SA	Lojas Americanas SA	Consumer Discretionary
LEVE3.SA	Mahle Metal Leve SA	Consumer Discretionary
LIGT3.SA	Light SA	Utilities
LLIS3.SA	Restoque Comercio e Confecoes de Roupas SA	Consumer Discretionary
LOGN3.SA	Log-in Logistica Intermodal SA	Industrials
LUXM3.SA	Trevisa Investimentos SA	Industrials
LREN3.SA	Lojas Renner SA	Consumer Discretionary
AMAR3.SA	Marisa Lojas SA	Consumer Discretionary

Identificador	Nome da Companhia	Setor (GICS)
MDIA3.SA	M Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos	Consumer Staples
MGEL4.SA	Mangels Industrial SA	Consumer Discretionary
JPSA3.SA	Jereissati Participacoes SA	Communication Services
MNPR3.SA	Minupar Participacoes SA	Consumer Staples
MRFG3.SA	Marfrig Global Foods SA	Consumer Staples
ENEV3.SA	Eneva SA	Utilities
MRVE3.SA	MRV Engenharia e Participacoes SA	Consumer Discretionary
MSPA3.SA	Companhia Melhoramentos de Sao Paulo	Communication Services
MTSA4.SA	METISA Metalurgica Timboense SA	Industrials
MULT3.SA	Multiplan Empreendimentos Imobiliarios SA	Real Estate
MWET4.SA	Wetzel SA	Consumer Discretionary
MYPK3.SA	Iochpe Maxion SA	Industrials
NAFG4.SA	Nadir Figueiredo Ind e Com SA	Consumer Discretionary
NATU3.SA	Natura Cosméticos SA	Consumer Staples
NUTR3.SA	Nutriplant Industria e Comercio SA	Materials
ODPV3.SA	Odontoprev SA	Health Care
PCAR4.SA	Companhia Brasileira de Distribuicao	Consumer Staples
PDGR3.SA	PDG Realty SA Empreendimentos e Participacoes	Consumer Discretionary
PETR4.SA	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Energy
PFRM3.SA	Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA	Health Care
PLAS3.SA	Plascar Participacoes Industriais SA	Consumer Discretionary
PMAM3.SA	Parapanema SA	Materials
PNVL3.SA	Dimed SA Distribuidora de Medicamentos	Consumer Staples
POMO4.SA	Marcopolo SA	Industrials
POSI3.SA	Positivo Tecnologia SA	Information Technology
PTNT3.SA	Pettenati SA Industria Textil	Consumer Discretionary
RANI3.SA	Celulose Irani SA	Materials
RAPT4.SA	Randon SA Implementos e Participacoes	Industrials
RDNI3.SA	RNI Negocios Imobiliarios SA	Consumer Discretionary
RENT3.SA	Localiza Rent a Car SA	Industrials
ROMI3.SA	Industrias Romi SA	Industrials
RSID3.SA	Rossi Residencial SA	Consumer Discretionary
RSUL4.SA	Metalurgica Riosulense SA	Industrials
SAPR4.SA	Companhia de Saneamento do Parana Sanepar	Utilities
DTEX3.SA	Duratex SA	Materials
SBSP3.SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo SABESP	Utilities
SCAR3.SA	Sao Carlos Empreendimentos e Participacoes SA	Real Estate
SGPS3.SA	Springs Global Participacoes SA	Consumer Discretionary
SHUL4.SA	Schulz SA	Industrials

Identificador	Nome da Companhia	Setor (GICS)
SLCE3.SA	SLC Agricola SA	Consumer Staples
SLED4.SA	Saraiva Livreiros SA em Recuperacao Judicial	Consumer Discretionary
SMTO3.SA	Sao Martinho SA	Consumer Staples
SNSY5.SA	Sansuy SA Industria de Plasticos	Materials
SPRI3.SA	Springer SA	Materials
STBP3.SA	Santos Brasil Participacoes SA	Industrials
TCSA3.SA	Tecnisa SA	Consumer Discretionary
TIMP3.SA	TIM Participacoes SA	Communication Services
TEKA4.SA	Teka Tecelagem Kuehnrich SA	Consumer Discretionary
TGMA3.SA	Tegma Gestao Logistica SA	Industrials
CRPG5.SA	Cristal Pigmentos do Brasil SA	Materials
VIVT4.SA	Telefonica Brasil SA	Communication Services
TOTS3.SA	Totvs SA	Information Technology
TPIS3.SA	TPI Triunfo Participacoes e Investimentos SA	Industrials
TRIS3.SA	Trisul SA	Consumer Discretionary
TAEE11.SA	Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA	Utilities
TRPL4.SA	CTEEP Companhia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista	Utilities
TUPY3.SA	Tupy SA	Consumer Discretionary
TXRX3.SA	Textil Renauxview SA	Consumer Discretionary
UGPA3.SA	Ultrapar Participacoes SA	Energy
UNIP6.SA	Unipar Carbocloro SA	Materials
USIM5.SA	Usinas Siderurgicas de Minas Gerais SA Usiminas	Materials
VALE3.SA	Vale SA	Materials
VULC3.SA	Vulcabras Azaleia SA	Consumer Discretionary
WEGE3.SA	WEG SA	Industrials
WHRL4.SA	Whirlpool SA	Consumer Discretionary
MRSA5B.SO	MRS Logistica SA	Industrials
DIRR3.SA	Direcional Engenharia SA	Consumer Discretionary
BRFS3.SA	BRF SA	Consumer Staples
FLRY3.SA	Fleury SA	Health Care
CIEL3.SA	Cielo SA	Information Technology
ALSC3.SA	Aliansce Shopping Centers SA	Real Estate
ECOR3.SA	Ecorodovias Infraestrutura e Logistica SA	Industrials

Fonte: Thomson Reuters Eikon® (2019).