

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

**PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE**

**CONEXÃO POLÍTICA, INCENTIVOS E GERENCIAMENTO DE PERCEPÇÕES  
NO BRASIL**

**JOÃO PESSOA – PB**

**2019**

**PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE**

**CONEXÃO POLÍTICA, INCENTIVOS E GERENCIAMENTO DE PERCEPÇÕES  
NO BRASIL**

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

**Linha de Pesquisa:** Informação Contábil para Usuários Externos.

**Orientador:** Prof. Dr. Edilson Paulo.

**JOÃO PESSOA – PB**

**2019**

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

P228c Parente, Paulo Henrique Nobre.  
Conexão Política, Incentivos e Gerenciamento de  
Percepções no Brasil / Paulo Henrique Nobre Parente. -  
João Pessoa, 2019.  
149 f.

Orientação: Edilson Paulo.  
Tese (Doutorado) - UFPB/CCSA.

1. Gerenciamento de percepções. 2. Conexão política. 3.  
Incentivos. 4. Resultados pro forma. 5. Gerenciamento  
de resultados contábeis. 6. Trade-off. I. Paulo,  
Edilson. II. Título.

UFPB/BC

**PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE**

**CONEXÃO POLÍTICA E GERENCIAMENTO DE PERCEPÇÕES NO BRASIL**

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

Aprovada em: 20 / 11 / 2019 .


Banca Examinadora



---

**Prof. Dr. Edilson Paulo**

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)  
Presidente da Banca



---

**Prof. Dr. Orleans Silva Martins**

Universidade Federal da Paraíba (UFPB)  
Examinador Interno

---

**Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Isabel Maria Estima Costa Lourenço**

Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE)  
Examinador Externo

---

**Prof. Dr. Paulo Roberto da Cunha**

Universidade Regional de Blumenau (FURB)  
Examinador Externo

---

**Prof. Dr. Sílvio Hiroshi Nakao**

Universidade de São Paulo (USP)  
Examinador Externo

**Ao meu eterno amigo Alan Góis (*in  
memoriam*), que foi, em Terra, mais do que,  
um dia, eu serei.**

## AGRADECIMENTOS

A Deus, sobretudo, pelo dom da vida. Por me conceber a oportunidade de vivenciar todas as experiências percorridas nessa fase, me ensinando, com isso, a ser forte e, também, resiliente.

Aos meus pais, Francisco Parente e Ana Parente, que, embora desconheçam essa etapa da minha vida, me concedem apoio incondicional, seguido de ensinamentos de vida, de carinho e de confiança.

À minha família, especialmente aos meus irmãos, Alysson e Murilo, por proporcionar momentos de descontração, de lazer e de amizade. Sem esses prazeres, o desenvolvimento da Tese seria ainda mais árduo.

A Lya, minha esposa, que sempre esteve ao meu lado, me protegendo e me fazendo sentir-se especial. No mestrado, deu-me força e, no doutorado, não foi diferente. Saiba que cada palavra teve sua contribuição.

Ao meu professor orientador, Edilson Paulo, pelos ensinamentos, pela paciência, pelos desafios impostos e, sobretudo, pela confiança depositada em mim. Além das orientações, agradeço ao aprendizado em sala de aula e na construção de trabalhos científicos.

À banca examinadora – composta pelos professores Felipe Girão, Orleans Silva, Paulo Cavalcante, Isabel Lourenço, Paulo Cunha e Sílvio Nakao – pelo aceite em contribuir com esta pesquisa e pelas pertinentes contribuições durante a banca.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC-UFPB), que dedicam tempo e esforço para maturar o conhecimento em Contabilidade.

Aos amigos de turma de doutorado em Ciências Contábeis: Augusto, Emanuel, Evaldo, Fábila, Gilberto, Rone e Kléber. Agradeço a todos pela parceria, pelo acolhimento e pelos ensinamentos de vida. Agradecimento especial, à amiga de sempre, Ariane Firmeza, pela companhia, força e suporte incondicional nessa etapa.

Ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC-UFPB), pela oportunidade de estudar, de fato, Contabilidade e à equipe da secretaria do programa, especialmente a Wilma e Cecília, pela paciência e ímpeto na resolução de todas as dúvidas.

A todos os demais que convivi nessa fase, que, embora não citados diretamente, contribuíram para o desenvolvimento desse trabalho.

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a influência da conexão política, no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, em companhias abertas brasileiras consideradas suspeitas de gerenciar resultados (não) contábeis para atingir e/ou superar o consenso dos analistas, reportar lucro próximo a zero ou manter desempenho de lucro de período anterior. Sendo assim, este estudo analisa o relacionamento do gerenciamento de percepções – através da divulgação de resultados pro forma, do gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e do gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRR) – e a conexão política – via doações de campanha (CDOA), estrutura de governança (CGOV) e estrutura de propriedade (CPRO). A amostra é composta por 301 empresas brasileiras listadas na Bolsa, Brasil, Balcão (B3), no período entre 2010 e 2017, já que foram excluídas as empresas do setor financeiro e as empresas reguladas, totalizando 2.373 observações. Para a análise do gerenciamento de resultados, através dos resultados pro forma, foram usados os valores reportados de EBTIDA ajustado (EBAJU). Para a análise do gerenciamento de resultados por *accruals*, utilizou-se o modelo atualizado de Jones Modificado (DECHOW et al., 2012). Por sua vez, estimou-se o gerenciamento de resultados por decisões operacionais conforme o modelo de Roychowdhury (2006), através dos níveis anormais dos custos de produção (GRR\_PRO), dos níveis anormais de despesas discricionárias (GRR\_DIS) e dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações (GRR\_FCO). A análise envolveu o agrupamento dos dados em painel desbalanceado, aplicando testes para identificar os modelos de regressões mais adequados na relação entre o gerenciamento de percepções e a conexão política. Das hipóteses estabelecidas, os resultados sugerem que a conexão política gera impacto sobre o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* ( $H_{1a}$ ), por decisões operacionais ( $H_{1b}$ ) e na divulgação de resultados pro forma ( $H_2$ ). Além disso, os achados predizem que a hierarquia e as preferências da escolha de gerenciamento de percepções são distintas nas empresas politicamente conectadas e em relação às demais firmas ( $H_3$ ). Em geral, os resultados indicam, que, para atingir a previsão de lucro dos analistas, as empresas conectadas utilizam o gerenciamento através do EBAJU, do GRA e do GRR. Em contrapartida, há indícios do uso de gerenciamento através do EBAJU para manter o desempenho de lucro do período anterior. Ademais, os achados indicam que os gestores de empresas conectadas utilizam o EBAJU e o GRR, de forma complementar, para reportar lucros próximos a zero, possivelmente em função dos custos relacionados a cada estratégia. Os resultados da análise de sensibilidade indicam, em resumo, que: (i) a conexão política não exerce influência na divulgação agressiva de resultado pro forma; (ii) os (des)incentivos para a divulgação dos resultados pro forma se mostram distintos nas empresas conectadas e as demais; (iii) o efeito da governança do país reduz o efeito da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*; e (iv) os resultados da regressão de Heckman sugerem que as análises não apresentam viés de autoseleção.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de percepções; Conexão política; Incentivos; Resultados pro forma; Gerenciamento de resultados contábeis; *Trade-off*.

## ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of political connection, in the management of stakeholders' perceptions, in Brazilian public companies considered suspicious of managing (non)accounting results in order to reach and/or exceed the consensus of analysts, to report near zero profit or to maintain previous period profit performance. Thus, this investigation analyzes the relationship of perception management - through pro forma earnings release, earnings management by accruals (GR) and earnings management by operational decision (GRR) - and political connection - via campaign (CDOA), governance structure (CGOV) and ownership structure (CPRO). The sample is composed of 301 Brazilian companies listed on the Stock Exchange, Brazil, Balcão (B3) between 2010 and 2017, as financial sector companies and regulated ones were excluded, totaling 2,373 observations. For the earnings management analysis, by means of pro forma results, adjusted EBTIDA reported values (EBAJU) were used. For the analysis of the earnings management by accruals, the updated Modified Jones model (DECHOW et al., 2012) was used. In turn, it was estimated the earnings management by operational decisions according to Roychowdhury model (2006), through abnormal production cost levels (GRR\_PRO), abnormal discretionary expense levels (GRR\_DIS) and abnormal level of cash flow from operations (GRR\_FCO). The analysis involved grouping the data in an unbalanced panel and applying tests to identify the most appropriate regression models in the relationship between perception management and political connection. Considering the established assumptions, the results suggest that the political connection impacts the management of accounting results by accruals (H1a), operational decisions (H1b) and pro forma earnings release (H2). In addition, the findings predict that the hierarchy and preferences of choice of perception management are distinct in politically connected companies and in relation to other firms (H3). In general, the results indicate that in order to achieve analysts' profit forecasts connected companies use management through EBAJU, GRA and GRR. By contrast, there is evidence of using management by means of EBAJU to maintain prior earnings performance. Also, the findings indicate that connected company managers use EBAJU and GRR, in a complementary manner, to report near zero profits, possibly due to the costs related to each strategy. The results of the sensitivity analysis indicate, in summary, that: (i) the political connection has no influence on aggressive pro forma earnings release; (ii) the (dis)incentives for release of pro forma earnings are distinct in the connected companies and in the others; (iii) the effect of country governance reduces the effect of political connection on managing stakeholder perceptions; and (iv) Heckman regression results suggest that the analyzes do not show self-selection bias.

**Keywords:** Perceptions management. Political connection. Incentives. Pro forma earnings; Earnings management; Trade-off.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Hipóteses de pesquisa .....	45
--	----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Descrição das variáveis contábeis e de resultados pro forma .....	61
Quadro 2 – Descrição dos custos associados ao gerenciamento de resultados .....	68
Quadro 3 – Descrição e fundamentação das variáveis de controle .....	73

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra a partir da conexão política .....	58
Tabela 2 – Níveis normais de gerenciamento de resultados .....	85
Tabela 3 – Níveis normais de gerenciamento de resultados a partir da conexão política.....	86
Tabela 4 – Análise descritiva dos dados .....	87
Tabela 5 – Teste de comparação de médias .....	90
Tabela 6 – Análise descritiva a partir da conexão política e da suspeição de gerenciamento .	91
Tabela 7 – Matrix de correlação.....	92
Tabela 8 – Análise descritiva da variável de conexão política via doação de campanha .....	94
Tabela 9 – Análise descritiva da variável de conexão política via estrutura de propriedade...	95
Tabela 10 – Resultado da regressão entre o EBAJU e as empresas suspeitas .....	97
Tabela 11 – Resultado da regressão entre o GRA e as empresas suspeitas .....	98
Tabela 12 – Resultado da regressão entre o GRR e as empresas suspeitas .....	99
Tabela 13 – Impacto <sup>(a)</sup> da conexão política e das firmas suspeitas de gerenciar .....	101
Tabela 14 – Impacto <sup>(a)</sup> da conexão política e das firmas suspeitas de gerenciar (interação) .	103
Tabela 15 – Regressões <sup>(a)</sup> sobre a substituição entre as estratégias de gerenciamento .....	105
Tabela 16 – Regressões <sup>(a)</sup> sobre a preferência entre as estratégias de gerenciamento .....	107
Tabela 17 – Efeito da conexão política no gerenciamento agressivo (DIFEBITDA).....	109
Tabela 18 – Efeito da conexão política no gerenciamento agressivo (DIFLUCRO).....	110
Tabela 19 – Efeito da conexão política e da eficiência de mercado no gerenciamento .....	112
Tabela 20 – Conexão política e gerenciamento a partir do risco de litígio.....	113
Tabela 21 – Conexão política e gerenciamento a partir dos custos de propriedade.....	114
Tabela 22 – Efeito da conexão política e da governança do país no gerenciamento .....	115
Tabela 23 – Regressão entre as variáveis explicativas da conexão política.....	116
Tabela 24 – Efeito da conexão no gerenciamento de percepções com a variável MILLS ....	117

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BCB	Banco Central do Brasil
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CPF	Cadastro de Pessoas Físicas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GIC	<i>Global industry Classification</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LAJIDA	Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LAJIR	Lucro antes de Juros e Imposto de Renda
OCPC	Orientação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	Lei Sarbanes-Oxley
TSE	Tribunal Superior Eleitoral
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>
WGI	<i>Worldwide Governance Indicators</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	11
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA .....	14
1.3 OBJETIVOS .....	17
<b>1.3.1 Objetivo geral</b> .....	<b>17</b>
<b>1.3.2 Objetivos específicos</b> .....	<b>18</b>
1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES .....	18
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	21
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>23</b>
2.1 TEORIA, INFORMAÇÃO CONTÁBIL E MERCADO DE CAPITAIS .....	23
2.2 CONEXÃO POLÍTICA E INFORMAÇÃO CONTÁBIL .....	25
2.3 GERENCIAMENTO DE PERCEPÇÕES .....	32
<b>2.3.1 Gerenciamento de resultados contábeis</b> .....	<b>32</b>
<b>2.3.2 Resultados pro forma</b> .....	<b>35</b>
<b>2.3.3 Trade-off do gerenciamento de percepções dos stakeholders</b> .....	<b>37</b>
<b>2.3.4 Incentivos do gerenciamento de percepções</b> .....	<b>40</b>
2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA E TESE .....	43
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>57</b>
3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA.....	57
3.2 AMOSTRA E DADOS .....	58
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	60
<b>3.3.1 Gerenciamento de percepções</b> .....	<b>60</b>
3.3.1.1 Resultados pro forma.....	60
3.3.1.2 Gerenciamento de resultados através dos accruals discricionários .....	62
3.3.1.3 Gerenciamento de resultados através das decisões operacionais.....	64
3.3.1.4 Custos associados às práticas de gerenciamento de percepções .....	67
<b>3.3.2 Conexão política</b> .....	<b>68</b>
<b>3.3.3 Variáveis de controle</b> .....	<b>71</b>
3.4 MODELO E ANÁLISE DOS DADOS .....	74
<b>3.4.1 O efeito da conexão política no gerenciamento de percepções</b> .....	<b>74</b>
<b>3.4.2 Trade-off do gerenciamento de percepções a partir da conexão política</b> .....	<b>77</b>
<b>3.4.3 Análise de sensibilidade</b> .....	<b>80</b>
3.4.3.1 Gerenciamento de percepções agressivos.....	80
3.4.3.2 (Des)incentivos da divulgação voluntária .....	81
3.4.3.3 Efeito da governança do país.....	82
3.4.3.4 Regressão de dois estágios de Heckman.....	83
<b>4 ANÁLISE DE DADOS</b> .....	<b>85</b>
4.1 Estimação dos níveis normais de gerenciamento de resultados .....	85
4.2 Análise descritiva de dados .....	87
<b>4.2.1 Análise geral dos dados</b> .....	<b>87</b>
<b>4.2.2 Análise do gerenciamento de percepções dos stakeholders</b> .....	<b>91</b>

<b>4.2.3 Análise da conexão política .....</b>	<b>93</b>
4.3 Empresas suspeitas de gerenciar a percepção dos <i>stakeholders</i> .....	96
4.4 Influência da conexão política na estratégia de gerenciamento .....	101
4.5 Influência da conexão política no <i>trade-off</i> entre as estratégias de gerenciamento .....	105
4.6 Análise de sensibilidade .....	109
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>119</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>122</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>135</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Os gestores detêm discricionariedade para realizar escolhas contábeis sobre reconhecimento, mensuração e evidenciação. Além disso, de forma voluntária, os gestores podem optar por divulgar medidas de resultados que não seguem os princípios contábeis geralmente aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*), com o intuito de influenciar a percepção dos investidores e dos credores acerca do real desempenho econômico da firma. Diante do rol de ferramentas à sua disposição, duas técnicas são comumente utilizadas para tentar influenciar a percepção dos *stakeholders*: gerenciamento de resultados contábeis (por *accruals* e/ou por decisões operacionais) e divulgação voluntária de resultados pro forma<sup>1</sup> (BLACK et al., 2017). Um estudo abrangente de todas as ferramentas de gerenciamento de percepções está além do escopo desta pesquisa.

Os gestores determinam suas escolhas contábeis e não contábeis em razão das metas que os direcionam a reportar um resultado distinto daquele ditado pela realidade concreta dos negócios. As motivações para se engajar no gerenciamento de percepções podem surgir de expectativas do mercado de capitais, de contratos escritos baseados no desempenho contábil e em resposta às pressões regulatórias (HEALY; WAHLEN, 1999). Para empresas de capital aberto, a primeira é claramente a principal motivação. Desse modo, os gestores poderiam se sentir incentivados a gerenciar resultados contábeis e a divulgar medidas pro forma para influenciar o desempenho dos preços dos ativos no mercado de capitais, almejando alterar a percepção dos *stakeholders*.

Nesse sentido, há evidências empíricas de que os gestores agem de forma oportunista, manipulando resultados contábeis e/ou divulgando resultados pro forma com objetivos diversos, buscando: (i) evitar a divulgação de prejuízo contábil e sustentar a continuidade dos resultados contábeis de períodos anteriores (BENTLEY et al., 2018; BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; MATSUMOTO, 2002); (ii) atender e/ou superar *benchmarks* de ganhos previstos por analistas (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002; BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BURGSTAHLER; EAMES, 2006; DOYLE;

---

<sup>1</sup> As medidas pro forma recebem diferentes nomenclaturas ao redor do mundo. Nos Estados Unidos, elas são denominadas de “*non-GAAP*”; na Europa, são chamadas de “*alternative performance measures*”; na Austrália, são nomeadas “*non-IFRS financial information*”; e na África do Sul, elas são chamadas de “*headline earnings*” (MARQUES, 2017).

JENNINGS; SOLIMAN, 2013); (iii) aumentar a própria remuneração através dos planos de bonificação (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013; GUIDRY; LEONE; ROCK, 1999; HEALY, 1985); (iv) melhorar o desempenho operacional da firma antes da emissão de títulos no mercado de capitais (AHARONY; LIN; LOEB, 1993; BROWN et al., 2016; SHIVAKUMAR, 2000); e (v) atender a certas cláusulas contratuais de dívidas (DEFOND; JIAMBALVO, 1994; JENNINGS; MARQUES, 2011).

A literatura tem encontrado evidências de que alguns fatores organizacionais e institucionais – como, por exemplo, estrutura de propriedade (KOH, 2003), auditoria independente (CHENG; HSU; KING, 2015) e ciclos econômicos (PAULO; MOTA, 2019) – são capazes de influenciar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Este estudo, por seu turno, se propõe a investigar o impacto da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Diversos autores têm investigado, especificamente, o efeito das conexões políticas nas práticas de gerenciamento de resultados (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; MOHAMMED; AHMED; JI, 2017) e nas preferências de divulgação voluntária (HUNG; KIM; LI, 2018). Em geral, os resultados destes estudos sugerem que empresas politicamente conectadas reportam resultados contábeis de baixa qualidade e apresentam baixo nível de divulgação voluntária. Todavia, a literatura não tem considerado que os gestores podem ser incentivados a incorrer no uso de mecanismos de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* para atingir certas metas de lucro.

O gerenciamento de resultados contábeis (em inglês, *Earnings Management*) ocorre quando os gestores se utilizam do julgamento discricionário, para manipular as informações financeiras relativas ao desempenho da empresa dentro dos limites estabelecidos pelas normas contábeis, alterando a percepção dos *stakeholders* e/ou atendendo a determinados contratos relacionados aos números contábeis divulgados (HEALY; WAHLEN, 1999). O gerenciamento de resultados pode ser analisado por meio dos *accruals*, ou acumulações, que representam a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional. Considerando que o registro dos fatos contábeis pode ser realizado através do regime de fluxo de caixa (*cash basis*) e do regime de competência (*accruals basis*), os gestores podem praticar diversas estimativas e julgamentos que podem alterar o resultado contábil da empresa (DECHOW; DICHEV, 2002).

Além disso, os gestores podem optar também por gerenciar os resultados através das decisões operacionais. Essa forma de gerenciamento ocorre quando as decisões da gestão são divergentes das práticas normais do negócio ou desviam da melhor decisão possível (GUNNY,



2005; ROYCHOWDHURY, 2006). As motivações para gestores manipularem resultados por decisões operacionais estão associadas com o atendimento de certas metas de lucro, realizadas através da: (i) concessão de descontos para aumentar as vendas provisoriamente; (ii) superprodução para relatar menor custo dos produtos vendidos; e (iii) redução das despesas discricionárias (ROYCHOWDHURY, 2006).

Estudos mostram que os gestores determinam suas escolhas, através dos *accruals* e das decisões operacionais, em razão do baixo desempenho da firma (DOYLE; GE; MCVAY, 2007), das restrições da dívida (BARTOV, 1993), do investimento e do crescimento da firma (RICHARDSON et al., 2005), do tamanho da empresa por suportar maior pressão política e regulatória (GE; MCVAY, 2005), dentre outros fatores. Geralmente, essas escolhas contábeis têm o intuito de atingir certas metas de lucro, como, por exemplo, atender às previsões dos analistas, evitar divulgar perdas e manter desempenho constante de períodos anteriores (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999).

A divulgação de resultados pro forma representa outra estratégia passível de gerenciar a percepção dos *stakeholders*. Black (2016), a partir do Regulamento G, interpreta que os resultados pro forma representam medida numérica de desempenho financeiro de uma empresa: (i) que inclua valores que não façam parte da mensuração baseada nos GAAP imediatamente comparável; ou (ii) medida numérica que exclua valores que façam parte da mensuração GAAP imediatamente comparável.

Os gestores reportam resultados pro forma, além dos resultados contábeis, sob a justificativa de que estes refletem com maior precisão o desempenho e a saúde financeira da firma (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013). Destaca-se que os resultados pro forma não são formalmente auditados (FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011) e nem sempre são comparáveis entre as empresas, pois são os gestores quem determinam quais itens serão incluídos e/ou excluídos dos resultados contábeis (MARQUES, 2006). Nesse sentido, parte representativa das pesquisas em torno das medidas pro forma decorre da seguinte questão: os gestores divulgam resultados pro forma para informar o mercado de capitais ou para enganar os *stakeholders*? Ou seja, as motivações dos gestores estão relacionadas à informatividade ou ao oportunismo (BHATTACHARYA et al., 2003; BROWN; SIVAKUMAR, 2003; GU; CHEN, 2004).

Considerando o rol de estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, estudos têm analisado também o *trade-off*<sup>2</sup> entre elas, a partir de diferentes perspectivas: das restrições de manipulação de resultados (ABERNATHY; BEYER; RAPLEY, 2014; BADERTSCHER, 2011), dos aspectos normativos e regulatórios (HO; LIAO; TAYLOR, 2015), da oferta pública de ações (COHEN; ZAROWIN, 2010), da proteção do investidor (KUO; NING; SONG, 2014), da relação de substituição entre as ferramentas de gerenciamento (ZANG, 2012), da divulgação voluntária (BLACK et al., 2017), e da conexão política (BRAAM et al., 2015). Em resumo, esses estudos evidenciam que os gestores determinam suas escolhas contábeis pautadas em critérios relacionados aos custos, às restrições e ao *timing* de cada ferramenta.

Conforme citado anteriormente, o gerenciamento de resultados contábeis e as preferências de divulgação voluntária podem ser afetados pelas conexões políticas (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; MOHAMMED; AHMED; JI, 2017). Contudo, as evidências ainda apresentam algumas limitações e lacunas relevantes de investigação acerca do comportamento dos gestores em ambientes com demasiadas forças políticas e quando as empresas são consideradas suspeitas de gerenciar resultados.

## 1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A influência política majora os problemas de agência nas empresas (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011), desviando os gestores de seu objetivo fundamental de maximizar a riqueza dos acionistas (BRAAM et al., 2015), modificando a percepção dos *stakeholders*, através da divulgação de resultados financeiros de baixa qualidade (AL-DHAMARI; ISMAIL, 2015) e através da redução na divulgação de informações relevantes (RODRÍGUEZ; ESPEJO; CABRERA, 2007). Isto é, aspectos políticos podem interferir nos incentivos dos gestores envolvidos na elaboração das demonstrações contábeis, que buscam atender a determinadas metas de lucros, como, por exemplo, àquelas relacionadas às previsões dos analistas, evitar divulgar perdas e manter desempenho constante (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999).

---

<sup>2</sup> Considera-se, nesse estudo, que o *trade-off* representa as possibilidades de escolhas e de preferências entre as estratégias de gerenciamento de resultados (por *accruals* e/ou por decisões operacionais) e de divulgação de resultados pro forma.

A literatura conceitua conexão política quando seus acionistas controladores ou um dos seus principais executivos é membro do governo ou está fortemente relacionado com um político/partido (FACCIO, 2006), seguindo, alguns autores, nessa definição (BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HUNG; KIM; LI, 2018). Todavia, há uma forma de conexão política característica de alguns países emergentes, que ocorre quando a empresa e/ou gestor realiza doação de recursos financeiros a partidos/políticos (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). Segundo os autores, essa configuração representa uma das formas mais evidentes de conexão política, já que a empresa despende recursos na expectativa de maximizar retornos, sendo essa prática considerada uma forma de investimento.

Chaney, Faccio e Parsley (2011) argumentam que empresas politicamente conectadas têm maiores oportunidades de ganho com suas conexões. Nesse sentido, evidências empíricas mostram que empresas conectadas são beneficiadas com acesso preferencial e redução do custo da dívida (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; HOUSTON et al., 2014), tratamento preferencial em contratos públicos (GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013) e proteção regulatória contábil (CORREIA, 2014).

Outras pesquisas mostram ainda que empresas conectadas têm menores incentivos para divulgar informação voluntária (HUNG; KIM; LI, 2018) e maiores incentivos para divulgar informações contábeis de baixa qualidade, em razão do elevado nível de gerenciamento de resultados (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; JACOBY; LI; LIU, 2016) e do forte conservadorismo (RAHMAN; ALI, 2006). Essas evidências sugerem que as forças políticas podem afetar a discricionariedade dos gestores, quanto às escolhas contábeis, bem como em relação à divulgação voluntária.

Hung, Kim e Li (2018) observaram, especificamente, que a divulgação voluntária de previsão de lucros é menor em empresas conectadas e que os incentivos relacionados ao mercado de capitais, ao risco de litígio e aos custos de propriedade alteram as escolhas dos gestores. Até o momento, essa é a única evidência que relaciona conexão política à divulgação voluntária. A literatura sugere ainda que a relação entre a divulgação voluntária e a conexão política pode ser explicada a partir da Teoria do *Rent-Seeking*, da relação custo-benefício e da hipótese dos custos políticos (BLACK et al., 2017; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HUNG; KIM; LI, 2018).

Quanto ao gerenciamento de resultados, Chaney, Faccio e Parsley (2011) desenvolveram uma pesquisa com cerca de 4.500 empresas distribuídas em 19 países. Os autores verificaram que a qualidade da informação contábil é menor em empresas politicamente conectadas.

Conforme os autores, os gestores de empresas conectadas atuam oportunamente, obtendo benefícios privados, uma vez que têm menor necessidade de responder às pressões de mercado em decorrência da proteção que os vínculos políticos lhe proporcionam.

Attia, Lassoued e Attia (2016) investigam o efeito da conexão política dos gestores e da propriedade estatal no gerenciamento de resultados por *accruals* das empresas indonésias. Os achados indicam que, quando ambas as formas de conexão política – gestor e governo como proprietário – são combinadas, a sensibilidade da empresa à pressão política e suas práticas de gerenciamento de resultados são influenciadas. Além disso, os autores encontram evidência empírica de que empresas estatais conectadas desfrutam de benefícios com tributos e subsídios, quando comparadas com as demais empresas.

Braam et al. (2015), por sua vez, verificam se as práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais são distintas entre as empresas conectadas e as demais empresas. A partir de uma amostra de empresas distribuídas em 30 países, os autores encontram que empresas conectadas são mais propensas a substituir o gerenciamento das decisões operacionais por *accruals*, quando comparadas com as demais empresas. A partir desse resultado, os autores sugerem que as empresas conectadas optam por uma ferramenta de gerenciamento de resultados mais custosa, contudo, menos detectável pela auditoria.

A escolha da ferramenta de gerenciamento de percepções vai depender da relação entre custos, restrições e *timing*. Enquanto que o gerenciamento de resultados, baseado nos *accruals*, obscurece o verdadeiro desempenho econômico da companhia (DECHOW; SKINNER, 2000), o gerenciamento de resultados por decisões operacionais altera a execução das transações dos negócios (ROYCHOWDHURY, 2006). Ao utilizar as estratégias de forma substitutiva, os gestores podem optar pela técnica menos onerosa (por *accruals*) ou pela técnica de difícil detecção (por decisões operacionais) pela auditoria (BADERTSCHER, 2011; DICHEV et al., 2013). Para atender às previsões dos analistas, os gestores podem empregar o gerenciamento de resultados através da divulgação de resultados pro forma, quando o *benchmark* não é alcançado através das demais técnicas de gerenciamento de resultados (BLACK et al., 2017).

Esses estudos indicam que algumas características da informação contábil podem se mostrar distintas nas empresas conectadas. No entanto, esse campo de pesquisa ainda apresenta lacunas, uma vez que não foram utilizadas outras medidas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, relacionadas à divulgação voluntária de resultados pro forma. Além disso, as pesquisas têm se concentrado no gerenciamento de resultados por *accruals* (BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016), evidenciado apenas uma perspectiva de manipulação baseada apenas nas escolhas contábeis.

Por fim, os estudos pouco têm considerado o efeito das distintas formas de conexão política na discricionariedade dos gestores quanto às práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Parece ser relevante também compreender o comportamento do gestor na decisão e nas escolhas das estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* a partir da governança do país, que inclui fatores relacionados à estabilidade política, à efetividade governamental, à qualidade regulatória e ao controle da corrupção (HARYMAWAN; NOWLAND, 2016). Além disso, outros fatores podem atuar como (des)incentivos para que os gestores reportem informações para os *stakeholders*, que inclui o nível de desenvolvimento do mercado de capitais, o risco de litígio inerente às empresas e os seus custos de propriedade (HUNG; KIM; LI, 2018). A partir desses aspectos político-institucionais, os gestores poderiam sentir-se (des)motivados a ter comportamentos oportunistas para atender a certas metas de lucros através do gerenciamento de percepções, uma vez que os benefícios da conexão política parecem ser maiores em países emergentes e com maiores níveis de corrupção (BOUBAKRI et al., 2012; FACCIO, 2010), como é o caso do Brasil.

Diante do exposto, a conexão política – considerada uma estratégia de obtenção de benefícios privados e de proteção do ambiente externo – parece fortalecer incentivos oportunistas para que as informações contábeis e outras métricas voluntárias perpassem pela discricionariedade do gestor, com o intuito de alterar a percepção dos *stakeholders*. Sendo assim, esta tese propõe o seguinte problema de pesquisa: **qual é a influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*?** Por meio dessa questão norteadora, busca-se investigar especificamente o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* de empresas consideradas suspeitas de gerenciar informações para atender a determinadas metas de lucros, a partir das conexões políticas no que tange à discricionariedade do gestor, através do *portfólio* de ferramentas comumente à disposição deste (BLACK et al., 2017).

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo geral

Alinhado com o problema de pesquisa, este trabalho tem como objetivo geral investigar a influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* em companhias abertas brasileiras.

### 1.3.2 Objetivos específicos

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

- Analisar o efeito da conexão política no gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras;
- Analisar o efeito da conexão política na divulgação de resultados pro forma nas companhias abertas brasileiras;
- Examinar o efeito da conexão política no *trade-off* do gerenciamento de percepções dos *stakeholders* nas companhias abertas brasileiras.

### 1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

Embora a literatura tenha investigado o efeito da conexão política no nível de gerenciamento de resultados (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011), poucos são os indícios no gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Além disso, até o momento, somente o estudo de Braam et al. (2015) contemplou a investigação acerca do *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* a partir da conexão política, contudo, sob uma perspectiva de mercados desenvolvidos e sem considerar a divulgação de resultados pro forma como uma medida de gerenciamento de percepções, conforme classifica Black et al. (2017).

Na literatura internacional, é possível encontrar quantidade significativa de pesquisas sobre os resultados pro forma, que investigam seus determinantes, além dos incentivos da gestão corporativa de reportar tais medidas (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013; BHATTACHARYA et al., 2003; BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BLACK et al., 2017; DOYLE; JENNINGS; SOLIMAN, 2013; ISIDRO; MARQUES, 2013). No Brasil, os estudos ainda são escassos, discutindo as demonstrações pro forma para fins de comparabilidade em aquisições, fusões e incorporações (MACHADO; SANTOS, 2004), e analisam aspectos relativos ao EBITDA (*Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization*), especificamente acerca da divulgação e da regulação dessa métrica no mercado brasileiro (MARAGNO; FEY; BORBA, 2014; SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012; VIEIRA; GIRÃO, 2012). Todavia, nenhuma evidência, até então, foi encontrada sobre resultados pro forma e conexão política. O estudo de Hung, Kim e Li (2018), que investiga o efeito da conexão

política na divulgação voluntária de previsão de lucro reportado pelos gestores, parece ser o único, até o momento, que se aproxima dessa análise.

Em relação aos resultados pro forma, diversos agentes do mercado têm exposto preocupações relacionadas ao potencial oportunista da divulgação dos resultados pro forma (ALLEE et al., 2007). Por exemplo, nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), bem como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), emitiram aconselhamento preventivo de que as demonstrações financeiras pro forma podem enganar os investidores. A Lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, foi aprovada, em parte, em resposta a alegações generalizadas de divulgações corporativas oportunas, incluindo disposições específicas relacionadas à divulgação pro forma. Alguns estudos fornecem evidências de que os regulamentos pós-SOX melhoraram a transparência e a qualidade dos relatórios pro forma (BLACK et al., 2017; HEFLIN; HSU, 2008).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou a Instrução nº. 527/12, que dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas de Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA, ou EBITDA, do inglês *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) e de Lucro antes de Juros e Imposto de Renda (LAJIR, ou EBIT, do inglês *Earnings Before Interest and Taxes*). O objetivo da Instrução consiste em uniformizar a divulgação, sob a premissa de tornar as informações comparáveis entre as companhias abertas. No ano seguinte, a CVM editou as deliberações nº. 708/13 e nº. 709/13, que aprovam o Pronunciamento Técnico CPC 44 – acerca da “Apresentação de Informações Financeiras Pro forma, respectivamente”. Esses normativos evidenciam uma preocupação inicial das medidas contábeis ajustadas pelos gestores.

Os estudos sobre gerenciamento de percepções dos *stakeholders* não têm considerado os incentivos dos gestores para atender a determinadas metas de lucros, quando os relacionam com outros temas (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016). Desse modo, este estudo busca identificar se, para atender a metas específicas de lucros (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999), os gestores de empresas politicamente conectadas têm maiores motivações para manipular a percepção dos investidores e dos demais usuários, acerca da situação econômico-financeira da firma.

Parte representativa das pesquisas tem utilizado como *proxy* para conexão política quando um dos principais executivos ou acionistas controladores é membro do governo ou está fortemente relacionado com um político ou partido político (FACCIO, 2006). Neste estudo, analisa-se também a interação da conexão política a partir da estrutura de propriedade. A

literatura, talvez em razão do conceito utilizado ou em razão de uma limitação de dados, não tem à sua disposição outras *proxies* para conexão política. Por exemplo, a doação de recursos pelas empresas e seus gestores representam também uma das formas mais evidentes de conexão política (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). Embora proibida desde 2015<sup>3</sup>, a doação de recursos pelas empresas representa uma relação clientelista, em que a empresa despende recursos para políticos e partidos políticos, e estes, em resposta, proporcionam benefícios diretos ou indiretos às empresas privadas. Essa *proxy*, além daquelas utilizadas na literatura internacional, pode proporcionar uma concepção distinta da relação entre a conexão política e o gerenciamento de percepções.

Estudos sobre gerenciamento de percepções e conexão política ainda são uma lacuna aberta na literatura brasileira. A questão é de particular interesse devido às características específicas do cenário institucional brasileiro em relação a outros países desenvolvidos, e até mesmo a alguns países emergentes, isso porque os benefícios da conexão política parecem ser maiores em países menos desenvolvidos e com níveis mais altos de corrupção (BOUBAKRI et al., 2012; FACCIO, 2006). Ressalta-se que, com o aumento do desenvolvimento político-econômico do país, menor será a necessidade de as empresas confiarem em suas conexões políticas e sentirem-se obrigadas a aumentar a necessidade de responder às pressões do mercado (BRAAM et al., 2015). Considerando que esta tese propõe uma análise ao longo dos períodos eleitorais, espera-se encontrar relação inversa entre o comportamento oportunista do gestor e o nível de desenvolvimento institucional e político no Brasil. Além do exposto, a pesquisa expande os estudos por analisar uma economia emergente com baixa proteção dos investidores e que vem demonstrando um elevado índice de corrupção.

Curiosamente, mesmo com pouca orientação ou supervisão, as pesquisas sobre resultados pro forma e gerenciamento de resultados são úteis para os investidores. Por exemplo, resultados pro forma são mais relevantes do que resultados contábeis para fins de avaliação (BHATTACHARYA et al., 2003; BRADSHAW; SLOAN, 2002), bem como são mais persistentes do que resultados contábeis (BHATTACHARYA et al., 2003; BROWN; SIVAKUMAR, 2003). Em relação ao gerenciamento de resultados, números contábeis de elevada qualidade são benéficos para a empresa, uma vez que potencializa o poder de decisão acerca das oportunidades de investimento por parte do investidor (HEALY; PALEPU, 2001).

---

<sup>3</sup> Veto realizado no artigo 24, Inciso XII, §§2º e 3º da Lei nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, através da aprovação da Lei nº 13.165, de 29 de setembro de 2015.



As conclusões desta tese sugerem que os formuladores de políticas públicas devam encorajar ou obrigar as empresas a divulgar informações em relação às suas conexões com governo, partido político ou políticos, para que investidores e todas as partes interessadas utilizem as informações para avaliar, com melhor precisão, a qualidade dos resultados das empresas. Além disso, os resultados desta pesquisa geram implicações relevantes para os investidores, que aportam capital em empresas sob o controle estatal, uma vez que a literatura tem reportado que, nessas firmas, os recursos podem ser expropriados em razão dos benefícios políticos conferidos e dos objetivos divergentes da relação público-privado (DING et al., 2015; WU; WU; RUI, 2012).

Por fim, estudar as consequências das conexões políticas na informação contábil e na divulgação voluntária parece ser relevante, visto que os vínculos políticos podem desviar a estratégia da empresa de criação de valor e seguir um caminho que privilegie as partes conectadas e desapropriem os investidores externos à empresa, principalmente em contextos em que o ambiente político afeta a contabilidade das companhias.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta tese está estruturada em cinco seções. Nesta primeira seção, encontra-se a introdução. Na segunda, a revisão de literatura, algumas evidências empíricas e as hipóteses do estudo. Na terceira, apresentam-se os procedimentos metodológicos. Na quarta, expõem-se os resultados obtidos na análise empírica. Apresenta-se, por fim, na quinta seção, as considerações finais, as limitações do estudo e sugestões para futuras pesquisas, seguidas pelas referências utilizadas.

Detalhadamente, apresentou-se, na primeira seção, a contextualização do estudo, expondo o arcabouço teórico e metodológico que direcionaram à consecução deste estudo. Evidenciou-se, posteriormente, a problemática de pesquisa e os objetivos da tese, assim como a justificativa, a originalidade e as principais contribuições do trabalho.

Na segunda seção, apresenta-se a revisão de literatura e as hipóteses propostas. Na revisão de literatura abordam-se os seguintes temas: (i) teoria, informação contábil e mercado de capitais; (ii) conexão política e a informação contábil; (iii) gerenciamento de percepções, abordando o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* e por decisões operacionais, por divulgação de informações pro forma e o *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de percepções; (iv) incentivos do gerenciamento de resultados; (v) hipóteses de pesquisa.

Na terceira seção, evidenciam-se os procedimentos metodológicos, iniciando pela classificação da pesquisa e finalizando na apresentação dos modelos econométricos, passando pela construção da amostra do estudo, definição e mensuração das variáveis utilizadas para a confirmação/refutação das hipóteses do estudo.

Na quarta seção, são expostos os resultados e as discussões do estudo, iniciando a partir de uma análise descritiva, de correlação e de variância das variáveis utilizadas no estudo, a fim de verificar as estruturas de conexão política e as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, assim com os incentivos gerenciais. Posteriormente, apresentam-se os resultados testados para verificação das hipóteses elencadas na segunda seção desta tese.

Por fim, são apresentadas as considerações finais e as conclusões do estudo, reportando o resultado finalístico da tese e as decisões tomadas acerca das hipóteses, demonstrando, ainda, as principais limitações do estudo e sugestões de pesquisas futuras.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo, são apresentados o arcabouço teórico e a revisão de literatura que dão suporte à pesquisa. Para tanto, os trabalhos foram reunidos em seções: (i) relação entre a teoria, a informação contábil e o mercado de capitais; (ii) relação entre a conexão política e a informação contábil; e (iii) o gerenciamento de percepções e seus incentivos.

### 2.1 TEORIA, INFORMAÇÃO CONTÁBIL E MERCADO DE CAPITALIS

Desde os estudos seminais de Ball e Brown (1968) e de Beaver (1968), diversos trabalhos têm sido elaborados sob a abordagem informacional da contabilidade. Estes autores investigaram a reação dos preços de mercado em relação à divulgação de lucro contábil anormal (BALL; BROWN, 1968) e ao comportamento dos preços e do volume de negociação em períodos próximos à divulgação de informações contábeis (BEAVER, 1968). Outros estudos, desenvolvidos posteriormente, têm destacado que a divulgação de informações voluntária também pode impactar o valor de mercado das ações de uma empresa (DYE, 2001; VERRECCHIA, 1983). Em suma, foi investigado como o mercado de capitais reagem em relação à divulgação de informações contábeis (não) reguladas.

Nessa perspectiva, alguns pesquisadores questionam se a informação contábil e a divulgação voluntária são relevantes no processo de tomada de decisão no mercado de capitais, fundamentando-se nos pressupostos da Hipótese de Mercado Eficiente (FAMA, 1970). Para o autor, um mercado pode ser considerado eficiente quando os preços dos ativos refletem de forma completa e não viesada todas as informações relevantes. A diferença existente entre os níveis de eficiência deve-se ao conjunto de informações, classificadas em históricas, públicas e privadas. As informações podem ser divulgadas diretamente pela empresa, por meio de divulgação pública, ou indiretamente, via negociação de investidores com informações privadas. Embora ambas as formas de disseminação de informação melhorem a eficiência informacional dos mercados de capitais, elas são impulsionadas por forças econômicas distintas e, até mesmo, conflitantes (ZHANG, 2001).

Após os estudos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), diversos trabalhos foram desenvolvidos acerca da relevância da informação contábil para o mercado de capitais e, conseqüentemente, para os investidores (BEAVER; LAMBERT; MORSE, 1980; FRANKEL; LEE, 1998; LEV; THIAGARAJAN, 1993; OHLSON, 1995; OU; PENMAN, 1989; PIOTROSKI, 2000). A partir de uma revisão da pesquisa empírica sobre o mercado de capitais

e as demonstrações financeiras, Kothari (2001) encontra que os estudos sobre o assunto concentram-se na análise fundamentalista, na avaliação de empresas, no teste de eficiência do mercado e no papel dos números contábeis nos contratos e nos processos políticos.

A literatura destaca que a divulgação de relatórios financeiros compreende uma fonte relevante de informações para o investidor no que se refere ao preço do ativo. Ressalta-se que essa relação se deve ao papel da contabilidade como redutora da assimetria informacional, pois a informação contábil é considerada um bem público, já que outros *stakeholders* podem utilizá-la para tomada de decisões (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Por outro lado, a divulgação de informações voluntárias representa a forma pela qual o gestor decide reportar informações privadas, motivadas por questões econômicas, de modo a auxiliar a tomada de decisão por parte dos investidores (HEALY; PALEPU, 2001; VERRECCHIA, 2001).

Em relação à pesquisa contábil, esta tese analisa o papel da contabilidade nos contratos e nos processos políticos (KOTHARI, 2001). Segundo essa perspectiva, a exigência de informações contábeis e de informações voluntárias pelo mercado de capitais emerge dos problemas relacionados à assimetria informacional e aos conflitos de agência (HEALY; PALEPU, 2001), além daqueles relacionados à demanda de oportunidades de investimento.

A assimetria de informações, por um lado, emerge das diferenças informacionais e dos incentivos conflitantes entre investidores e gestores, em razão destes possuírem mais informação do que aqueles, criando, conseqüentemente, uma falha no funcionamento do mercado de capitais (AKERLOF, 1970). A teoria da agência, por sua vez, examina como os conflitos de interesse podem surgir entre duas ou mais partes em um contrato e como esses conflitos podem ser gerenciados usando mecanismos de monitoramento e de controle (FAMA; JENSEN, 1983; JENSEN; MECKLING, 1976).

Os contratos ótimos entre investidores e gestores, que incentivem a divulgação completa de informações privadas (KREPS, 1990) e a regulamentação para a exigência de divulgação privada completa por parte dos gestores (HEALY; PALEPU, 2001), são alguns dos mecanismos para resolver o problema de assimetria informacional, alinhando os interesses entre o principal e o agente e, conseqüentemente, melhorando o funcionamento do mercado de capitais. Além disso, a divulgação de resultados contábeis de alta qualidade e a divulgação de informações voluntárias também são mecanismos para mitigar tais problemas. Enquanto que a divulgação de informações obrigatórias consiste em informações para cumprir os requisitos dispostos em leis e regulamentos, a divulgação voluntária representa escolhas livre por parte dos gestores para fornecer informações contábeis e outras consideradas relevantes para atender às necessidades de decisão dos usuários da informação (MEEK; ROBERTS; GRAY, 2013).

Convém destacar que a assimetria informacional influencia o comportamento estratégico dos agentes (MILGROM; ROBERTS, 1987). Conforme os autores, assimetria informacional só é considerada tal, quando há pouca informação disponível entre os competidores e cada um tem informações privadas. Nesse limiar, a informação pode ser imperfeita e incompleta<sup>4</sup>. Enquanto a informação imperfeita ocorre quando as regras da relação são claras, mas os agentes desconhecem as ações dos demais agentes, na informação incompleta, nem mesmo as regras são totalmente claras.

As evidências acima descrevem a relevância da informação contábil e da divulgação de informações voluntárias para o mercado de capitais e para os diversos *stakeholders*. Convém destacar, nesta tese, a importância da previsão de resultados na redução dos conflitos de agência, bem como da assimetria informacional entre principal e agente. Todavia, os gestores podem reportar resultados fora da realidade econômica da empresa, apresentando lucros gerenciados e/ou divulgando informações voluntárias oportunistas, de modo a influenciar as decisões dos diversos *stakeholders*, principalmente dos provedores de capital.

Consistente com a literatura, esta tese propõe que aspectos políticos podem afetar a discricionariedade dos gestores na divulgação de informação contábil e na divulgação voluntária de resultados pro forma. Especificamente, observa-se o efeito dos fatores políticos na relação entre os incentivos e a prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

## 2.2 CONEXÃO POLÍTICA E INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Pesquisas internacionais definem que a conexão política ocorre quando acionistas controladores e/ou principais executivos são membros do governo ou estão fortemente vinculados com políticos e/ou partidos políticos (FACCIO, 2006), mas, também, quando a empresa/gestor realiza doação de recursos financeiros a políticos e/ou a partidos políticos (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). Especificamente, alguns autores têm apontado que uma empresa está politicamente conectada quando, pelo menos, um de seus grandes acionistas (controlando – direta ou indiretamente – pelo menos 10% dos votos) e/ou um de seus diretores de cargos elevados (CEO, presidente do conselho, presidente, vice-presidente ou secretário) faz, ou fez, parte do governo, ou está intimamente relacionado a um

---

<sup>4</sup> No estudo de Milgrom e Roberts (1987), é apresentado um exemplo de um jogo de cartas. Os autores apresentam três situações. Na primeira, cinco cartas são entregues e estão visíveis a todos os jogadores; na segunda, nem todas as cartas ficam à mostra; e na terceira, nenhuma carta fica à mostra para os demais jogadores. Os jogadores devem realizar apostas e a melhor combinação vence.

político ou partido político (BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; FACCIO, 2006; HUNG; KIM; LI, 2018).

Essa configuração múltipla de conexão política pode estar enraizada na natureza da estrutura de propriedade da empresa e no contexto dos seus gestores (BERKMAN; COLE; FU, 2010). No Brasil, os estudos têm encontrado que as conexões políticas podem ser estruturadas de diferentes formas: (i) doação a campanhas políticas (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008); (ii) por intermédio do conselho de administração (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012); e (iii) através da estrutura de propriedade (BREY et al., 2014; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011). Enquanto, na relação pessoal, verifica-se a proximidade entre o gestor e o político, através da doação; o gestor/empresa despende recursos na expectativa de maximizar retornos, considerado como uma forma de investimento, uma vez que há um risco relativo ao não recebimento dos benefícios advindos do governo e/ou político. Essa relação é clientelista, uma vez que há troca de benefícios (in)diretos entre a empresa e o governo.

Algumas diferenças entre as formas de conexão política – doação de recursos ou governo na estrutura de propriedade – podem indicar resultados distintos nas estratégias corporativas. Quando o governo é acionista controlador, seus interesses políticos podem, através do seu poder e da sua influência, interferir nos objetivos de maximização e na criação de valor da firma (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008). Nas empresas estatais, o processo de tomada de decisão distorce os objetivos definidos para os gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Seus objetivos são, antes, de maximizar o emprego e os salários; de promover o desenvolvimento regional, localizando a produção em regiões politicamente desejáveis e não economicamente atraentes; de garantir a segurança nacional; de fornecer bens e serviços a preços baixos; e de produzir bens necessários (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008). Esses objetivos geralmente visam garantir o sucesso nas eleições e um longo mandato no poder. Reitera-se que, no Brasil, o governo atua ativamente no mercado de capitais, através das estruturas de propriedade das empresas, exercendo elevada influência política sobre as decisões e políticas das empresas brasileiras (BREY et al., 2014).

A literatura tem utilizado um conjunto de teorias para explicar a relação entre a conexão política e a informação contábil. Sob o ponto de vista da governança corporativa, é evidente que as empresas politicamente conectadas apresentam problemas de agenciamento, já que a influência política já é um reflexo do problema de agência (BOUBAKRI et al., 2012; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Conforme os autores, uma vez que as empresas se conectem politicamente, o governo permitirá que essas empresas acumulem grandes reservas

de caixa, por meio da redução do custo de capital e da redução do pagamento efetivo de tributos. Nesse sentido, a acumulação de disponibilidades, aliada ao fraco sistema de governança corporativa, motivaria os gestores de empresas politicamente conectadas a extraírem benefícios políticos por meio do desperdício de dinheiro excedente da firma em atividades com agenda política (AL-DHAMARI; ISMAIL, 2015), expropriando os recursos dos investidores externos. Isso ocorre porque as empresas conectadas estão protegidas da disciplina do mercado por uma garantia de resgate do governo, e em função da facilidade de acesso a empréstimos e financiamentos bancários públicos (BOUBAKRI et al., 2012).

Os problemas de agência, bem como aqueles relacionados à assimetria informacional, podem fazer como que os interesses e as motivações dos gestores se desviem da maximização da riqueza dos acionistas. Dessa forma, a influência política poderia potencializar esses efeitos (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011), fazendo com que os gestores atuem de forma oportunista, modificando a percepção dos investidores e dos demais usuários da informação contábil através da divulgação de resultados financeiros de baixa qualidade (AL-DHAMARI; ISMAIL, 2015) e através da redução na divulgação de informações privadas consideradas relevantes (RODRÍGUEZ; ESPEJO; CABRERA, 2007).

Sob a hipótese dos custos políticos, introduzida pela teoria contábil positiva, as políticas de distribuição de riqueza utilizadas pelos governos afetam as políticas contábeis das firmas (WATTS; ZIMMERMAN, 1978). Essas empresas tendem a utilizar escolhas contábeis que provavelmente reduzam as receitas, a fim de diminuir os custos políticos, obtendo algumas vantagens em favor da companhia. Sob essa perspectiva, evidências mostram que o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* é maior em períodos de maior exposição política (HAN; WANG, 1998; JONES, 1991). Nesse caso, a hipótese dos custos políticos pressupõe que as empresas manipulem as informações contábeis para relatar rendimentos mais baixos em períodos de maior visibilidade política (WATTS; ZIMMERMAN, 1978).

Sob outra ótica, proposta por Hillman (2005), a estratégia política das empresas representa uma iniciativa destas no envolvimento com o governo, com objetivos que se relacionem com interesses comuns de políticas públicas e de desempenho. Nesse sentido, as motivações das firmas para se conectarem politicamente variam conforme o objetivo da estratégia política definida por cada empresa (FACCIO, 2006). Normalmente, esses objetivos configuram-se pela busca de benefícios econômicos e favores políticos, buscando garantir sua sobrevivência no mercado (PFEFFER; SALANCIK, 2003). Conforme estes autores, essa demanda para firmar vínculos políticos é explicada pela teoria da dependência de recursos. Isso porque, para garantir certos benefícios – informação, influência, proteção e recursos financeiros

e econômicos –, as empresas necessitam manter relação com o ambiente externo (HILLMAN; ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999), que inclui as conexões políticas.

A partir desse contexto, entende-se que, por um lado, as empresas necessitam de certos recursos, obtidos exclusivamente através das conexões políticas, para garantir sua continuidade e seu crescimento no mercado. Por outro, o governo exerce papel relevante na economia, controlando e provendo recursos financeiros, de modo a conduzir as empresas através das políticas públicas (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). Sob a perspectiva da estratégia política, as empresas encontram nas imperfeições do mercado a possibilidade de se tornarem mais competitivas (BREY et al., 2014), podendo deixar, em segundo plano, a qualidade da informação contábil e a divulgação de informações voluntárias relevantes.

A teoria *stewardship* sugere que a presença de diretores politicamente conectados pode afetar a informação contábil (BARNEY, 1991; DONALDSON, 1990). De acordo com essa teoria, os acionistas controladores, devido à sua elevada participação, veem a saúde da empresa como uma extensão do seu próprio bem-estar. Como resultado, estes têm seus objetivos alinhados aos objetivos da empresa e, portanto, comportam-se como bons gestores dos recursos que lhes são fornecidos (DONALDSON; DAVIS, 1991). A teoria *stewardship*, portanto, prevê que os acionistas controladores escolham diretores politicamente conectados ao conselho para ajudar a empresa a se conectar com o governo e para melhorar a reputação desta, além de relatar os lucros mais informativos (BONA-SÁNCHEZ; PÉREZ-ALEMÁN; SANTANA-MARTÍN, 2014).

Por fim, segundo a teoria *rent-seeking*, as empresas obtêm renda econômica em virtude de uma falha concorrencial e de mercado, garantindo renda anormal para as empresas com ajuda do governo. Nesse sentido, autores têm mostrado que as empresas são mais propensas a estabelecer conexões políticas em regiões cuja economia local é menos orientada para o mercado e cujo governo tem maior poder de decisão na alocação de recursos econômicos (CHEN et al., 2011). Em economias com fraca proteção legal dos acionistas, as conexões políticas não apenas protegem as empresas da expropriação pelo governo, mas também fornecem acesso preferencial a subsídios governamentais, oportunidades de investimento e incentivos fiscais (SHLEIFER; VISHNY, 1994), podendo implicar em desinteresse na qualidade da informação contábil (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Assim, a conexão política garante renda econômica para a firma, principalmente em economias que não têm instituições formais para disciplinar aqueles que estão no poder (FENG; JOHANSSON; ZHANG, 2014).



Apesar do fato de que a corrupção possa ter um efeito econômico agregado negativo no investimento e no crescimento de um país, uma crescente literatura aponta que as conexões políticas podem ser benéficas para as empresas (FACCIO, 2010). Nesse sentido, alguns estudos têm demonstrado as principais implicações das conexões políticas no mercado de capitais e na informação contábil. Prova disso, tem havido um crescimento significativo de empresas que estão optando por se tornarem politicamente conectadas a fim de garantir vantagem competitiva no ambiente de negócios (GROSS et al., 2016).

Diversos estudos têm evidenciado um conjunto de benefícios advindos da conexão política, como, por exemplo, aplicação mais branda da lei (CORREIA, 2014), facilidade e baixo custo de financiamento (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006), proteção contra expropriação governamental (GUEDHAMI; PITTMAN; SAFFAR, 2014), redução da probabilidade de revisão de auditoria (BATTA; SUCRE HEREDIA; WEIDENMIER, 2014), menor custo político (RAMANNA; ROYCHOWDHURY, 2010), dentre outros. Além destes, evidências indicam outros benefícios como proteção governamental (BLAU; BROUGH; THOMAS, 2013), redução na taxa efetiva de tributos (ADHIKARI; DERASHID; ZHANG, 2006) e maior probabilidade de obter contratos governamentais (GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013).

De modo geral, esses benefícios conferem às empresas blindagem, assim como a manutenção do controle sobre o ambiente em que atuam, podendo afetar a discricionariedade dos gestores no que tange às escolhas contábeis e às preferências de divulgação voluntária. Nesse sentido, alguns trabalhos têm sugerido que os incentivos dos gestores para relatar informações de alta qualidade e a transparência corporativa são influenciados por fatores políticos (BALL; ROBIN; WU, 2003; BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006). Evidência empírica conclui que a influência política deteriora a qualidade dos lucros reportados e reduzem a divulgação de informações voluntárias (BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HUNG; KIM; LI, 2018; MOHAMMED; AHMED; JI, 2017).

A revisão de literatura aponta diferentes maneiras importantes pelas quais os vínculos políticos podem afetar a qualidade da informação nas empresas politicamente conectadas. Por um lado, *ex-ante*, argumenta-se que, como as empresas politicamente conectadas estão sujeitas a controles e monitoramentos extensos, as conexões políticas seriam, de fato, relacionadas a uma melhor qualidade da informação contábil (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Estudos mostram que a qualidade da informação contábil, ou do lucro, parece ser inferior em empresas politicamente conectadas. Primeiro, como as empresas conectadas geralmente obtêm benefícios de suas conexões (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; CORREIA, 2014;

GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013; HOUSTON et al., 2014), os *insiders* podem ocultar, obscurecer ou, pelo menos, tentar adiar a divulgação de informações a fim de enganar, intencionalmente os investidores às custas deles (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003).

Evidência empírica mostra ainda que maior transparência, quando associada ao financiamento externo, torna mais difícil para as empresas conectadas extrair benefícios políticos, especialmente para aqueles de legalidade duvidosa (LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006). Conseqüentemente, empresas conectadas que desfrutam de benefícios políticos provavelmente optam por permanecer menos transparentes, buscando obter capital internamente. Assim, empresas politicamente conectadas podem relutar em melhorar sua transparência contábil (AL-HADI; TAYLOR; AL-YAHYAE, 2016), limitando a capacidade de políticos e gestores de consumirem recursos privados de controle, expondo a má governança corporativa (PIOTROSKI; WONG; ZHANG, 2015).

Outro estudo mais recente, mostra que as empresas politicamente conectadas divulgam menos informações voluntárias, especificamente em relação à previsão de lucros (HUNG; KIM; LI, 2018). Os achados desse estudo corroboram que os incentivos do mercado de capitais, do risco de litígio e dos custos de propriedade moldam as escolhas de divulgação voluntária de empresas conectadas. Nessa perspectiva, as empresas conectadas seriam mais opacas do que as empresas não conectadas.

Em segundo lugar, na medida em que os políticos protegem suas empresas relacionadas para que as informações contábeis de baixa qualidade não sejam penalizadas, os gestores de empresas conectadas podem se importar menos com a qualidade das informações que divulgam e investir menos tempo para retratar com exatidão seus resultados (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Nesse caso, a qualidade da informação seria baixa devido à falta de atenção por parte dos gestores da firma. Finalmente, pode ser simplesmente o caso de empresas com baixa qualidade terem maior probabilidade de estabelecer conexões políticas. Em todos os casos, as conexões políticas estariam associadas à má qualidade da informação.

Teóricos têm defendido que, dentre os fatores institucionais, os fatores políticos influenciam os incentivos dos gestores envolvidos na elaboração das demonstrações financeiras (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000; BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006). Conforme os autores, a qualidade e a quantidade de informações contábeis contidas nos relatórios financeiros de uma empresa são seriamente afetadas quando existem influências políticas na empresa. Evidências empíricas mostram que as empresas com maior participação do governo são menos transparentes (LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006). Em relação ao conservadorismo contábil, estudos mostram que os resultados contábeis são mais conservadores em países com baixa

influência política (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000). De modo semelhante, Bushman e Piotroski (2006) documentam que os ganhos das firmas em países com mais envolvimento estatal na economia são percebidos pelos participantes do mercado como menos conservadores.

Esses benefícios, em última análise, conferem às empresas aumento no desempenho (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008) e no valor (FACCIO, 2006). Estudos indicam que as empresas podem se beneficiar de suas conexões por serem mais capazes de compreender o processo de políticas públicas, obtendo acesso a um canal direto com políticos, burocratas e tomadores de decisão, influenciando as decisões políticas que legitimam e conferem reputação e status à empresa (HILLMAN, 2005). Contudo, deve-se destacar que os vínculos políticos nem sempre podem beneficiar as empresas, uma vez que o governo tem objetivos distintos que vão contra os objetivos de maximização de valor e da riqueza dos acionistas.

Conseqüentemente, empresas parecem ter retornos negativos na medida que suas conexões políticas enfraquecem (FISMAN, 2001) ou têm um fraco desempenho quando o apoio fornecido pelo governo é removido (MITCHELL; JOSEPH, 2010). Outros problemas relacionados à existência ou à ausência de vínculos políticos corporativos, que incluem baixo desempenho, baixa qualidade dos lucros, corrupção, ineficiência operacional e falta de proteção aos investidores (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; FACCIO, 2010; FAN; WONG; ZHANG, 2007). Além disso, Johnson e Mitton (2003) sugerem que o mercado considera as empresas politicamente conectadas como ineficientes e que o governo é incapaz de apoiar essas empresas favorecidas.

Uma questão relevante refere-se à consequência potencial quando o gerenciamento de percepções é identificado. O monitoramento eficiente pode, até certo ponto, aumentar a chance de identificação da prática de gerenciamento de resultados e de divulgação de resultados pro forma agressivos. Assim, os gestores devem pesar os benefícios e os custos de tais estratégias, sendo que as conexões políticas podem facilitar as práticas oportunistas e agressivas de gerenciamento de resultados e de resultados pro forma, reduzindo os custos associados. Chaney, Faccio e Parsley (2011) e Hung, Kim e Li (2018) mostram, respectivamente, que as empresas politicamente conectadas apresentam resultados de baixa qualidade informacional e divulgam menos informações voluntárias.

Resultados de estudos internacionais sugerem que os benefícios da conexão política são maiores em mercados menos desenvolvidos, e com níveis mais elevados de corrupção (BOUBAKRI et al., 2012; FACCIO, 2006, 2010), e que as diferenças de características entre empresas com e sem conexão política são mais pronunciadas em países menos desenvolvidos (FACCIO, 2006, 2010). As conexões políticas devem, portanto, ser mais relevantes em

ambientes caracterizados por um sistema legal mais fraco, um nível mais alto de corrupção e menos transparência (FACCIO, 2006). Todavia, parece que os resultados da relação entre a conexão política e as características da informação contábil ainda não são conclusivos, principalmente em ambientes onde a regulação e o controle do governo têm implicações importantes para as empresas.

Por fim, estudos anteriores descrevem como as conexões políticas conferem benefícios às empresas e os seus efeitos na discricionariedade dos gestores quanto às escolhas contábeis e às preferências de divulgação voluntária, considerando que estes têm certas metas de lucros previamente estabelecidas. A seção seguinte trata da definição, das estratégias, dos *trade-off*, bem como dos incentivos do gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

## 2.3 GERENCIAMENTO DE PERCEPÇÕES

Nessa seção, faz-se uma revisão de literatura sobre o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, considerando que os gestores têm uma variedade de ferramentas à sua disposição para tal, incluindo (i) gerenciamento de resultados por accruals, (ii) gerenciamento de resultados por decisões operacionais e (iii) relatórios pro forma (BLACK et al., 2017). As escolhas dessas técnicas dependem, não exclusivamente, das preferências e dos incentivos dos gestores, assim como dos custos associados a cada uma dessas ferramentas.

Convém ressaltar a distinção entre o gerenciamento de percepções e o gerenciamento de impressões. Enquanto que o primeiro compreende todas as ferramentas à disposição dos gestores para manipular os resultados contábeis e não contábeis, através das práticas de gerenciamento de resultados ou da divulgação de resultados ajustados, denominados pro forma (BLACK et al., 2017); o segundo representa a manipulação do conteúdo através da narrativa ou a partir da distorção na apresentação de ilustrações nos relatórios financeiros (BEATTIE; JONES, 2002).

### 2.3.1 Gerenciamento de resultados contábeis

O gerenciamento de resultados representa uma intervenção proposital no processo de divulgação de informações financeiras externa a fim de obter algum ganho/benefício privado. Segundo Healy e Wahlen (1999, p. 368), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam seu julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação das transações para alterar os relatórios contábeis, para enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho

econômico subjacente da firma ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Nesta pesquisa, embora sejam aplicadas diferentes terminologias (PAULO, 2007), utilizou-se o conceito de gerenciamento ou manipulação de resultados contábeis como equivalentes ou sinônimos. Além disso, esta tese analisa o gerenciamento de resultado como uma prática que pode interferir na qualidade da informação contábil ou no lucro, mas que não pode ser tratada como semelhante, uma vez que existem outros atributos que conferem qualidade aos resultados contábeis (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

A relevância do gerenciamento de resultados deve-se ao seu potencial efeito nas demonstrações financeiras, que, por consequência, pode influenciar a tomada de decisão por parte dos *stakeholders*, uma vez que o gerenciamento de resultados pode modificar a percepção dos investidores, fazendo-os tomar decisões errôneas a partir das informações manipuladas. Conforme visto, o gerenciamento de resultados configura-se como a alteração intencional dos resultados contábeis com o objetivo de atender a uma determinada motivação particular. Destaca-se ainda que o gerenciamento de resultados decorre da existência de, pelo menos, duas alternativas para as quais nenhum padrão contábil único tenha sido promulgado ainda (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999).

Além disso, convém destacar a existência da diferença entre resultado gerenciado e fraudulento. O resultado gerenciado (por *accruals*, por decisões operacionais ou por mudança de classificação) é permitido dentro dos limites da lei, apresenta uma configuração conservadora, neutra ou agressiva, a depender da magnitude da manipulação realizada pelo gestor. Todavia, quando a discricionariedade dos gestores ultrapassa os limites das normas, as decisões contábeis tornam os resultados contábeis fraudulentos (DECHOW; SKINNER, 2000). Os autores destacam que o gerenciamento de resultados é conservador e agressivo, quando a prática objetiva a redução e o aumento do lucro, respectivamente.

A discricionariedade dos gestores, diante das escolhas contábeis e da estrutura das decisões operacionais, está associada aos componentes (não) discricionários das receitas e despesas presentes no lucro líquido da firma (MCNICHOLS; WILSON, 1988). Desse modo, o gerenciamento de resultados pode ser realizado de várias formas, destacando-se três principais, conforme a literatura. O primeiro, gerenciamento de resultados por *accruals*, ocorre a partir das escolhas contábeis (regime de competência *versus* regime de caixa), implicando em desempenho econômico obscuro ou opaco (DECHOW; SKINNER, 2000). O segundo, gerenciamento de resultados por decisões operacionais, ocorre quando os gestores alteram a execução normal das atividades da empresa (ROYCHOWDHURY, 2006). Por fim, o

gerenciamento por mudança de classificação, quando há mudança na classificação dos itens da demonstração dos itens da demonstração do resultado do exercício, sem alterar o lucro líquido (McVAY, 2006). Todas essas estratégias alteram a percepção dos investidores acerca do real desempenho da companhia.

Considerando que o registro dos fatos contábeis pode ser realizado através do regime de fluxo de caixa (*cash basis*) e do regime de competência (*accruals basis*), os gestores podem realizar diversas estimativas e julgamentos que podem alterar o resultado contábil da companhia (DECHOW; DICHEV, 2002). A diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido é denominado de *accruals* (ou acumulações). Assim, os *accruals* representam todas as contas de resultados que são computadas no lucro, mas que não implicam, necessariamente, em uma movimentação na conta de disponibilidades (MARTINEZ, 2008).

Os *accruals* podem ser classificados como não discricionários (*nondiscretionary – normal*) e discricionários (*discretionary – abnormal*), enquanto que o primeiro é inerente à atividade da empresa, o segundo é artificial e tem o propósito de manipular os resultados contábeis (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; MARTINEZ, 2008). Os *accruals* discricionários representam uma *proxy* para gerenciamento de resultados e, em razão, da sua dificuldade de mensuração, a literatura tem proposto diversos modelos operacionais. Dentre os modelos propostos (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010), para uma revisão dos modelos), os métodos mais utilizados são o modelo de Jones (JONES, 1991) e Jones modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995). Como resultado, os modelos apresentam que os *accruals* discricionários podem se configurar positivos ou negativos, demonstrando que os gestores podem manipular os resultados contábeis para piorá-los ou melhorá-los.

Por sua vez, o gerenciamento de resultados por decisões operacionais ou por atividades reais representa mudanças temporais ou estruturais das transações operacionais para alterar o lucro, desviando do plano ótimo de ações e impondo um custo real para a companhia (EWERT; WAGENHOFER, 2005). Roychowdhury (2006) explana que essa forma de gerenciamento ocorre quando as decisões dos gestores são divergentes das práticas normais do negócio ou acabam desviando da melhor decisão política.

Os gestores gerenciam os resultados por decisões operacionais através de decisões discricionárias como, por exemplo, (i) concedendo descontos para aumentar as vendas provisoriamente, (ii) aumentando, de forma anormal, a produção para reportar menores valores dos custos dos produtos vendidos e (iii) reduzindo as despesas discricionárias, aquelas associadas às despesas gerais e administrativas (ROYCHOWDHURY, 2006). Outra forma que os gestores podem gerenciar as decisões operacionais das empresas ocorre por meio do corte

de investimentos desejáveis em pesquisa e desenvolvimento (P&D) para aumentar os lucros no período atual, criando um potencial sacrifício no desempenho futuro da empresa em função da perda de oportunidades em razão da diminuição dos gastos com P&D (GUNNY, 2010).

De modo semelhante ao gerenciamento de resultados por *accruals*, o gerenciamento por atividades reais pode ser utilizado para reduzir ou majorar o lucro através das operações principais da firma. Por exemplo, os gestores podem reduzir despesas com a capacidade de produção e gastos com P&D, bem como podem reduzir despesas com despesas de pessoal e de *marketing* (discricionárias), a fim de elevar o resultado da empresa (GUNNY, 2010; ZANG, 2012). Muito embora os resultados e as oportunidades de crescimento futuro pareçam comprometidas, os gestores ainda optam pelo gerenciamento de resultados, quando os benefícios excedem os custos (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

Na medida em que o nível de gerenciamento de resultados (*accruals* e decisões operacionais) aumenta, ou se distancia de zero, menor será a qualidade do lucro reportado nas demonstrações contábeis, alterando o lucro líquido e/ou o fluxo de caixa da firma. Por fim, compreende-se que essas ferramentas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* estão fundadas na discricionabilidade do gestor, gerando resultados contábeis não condizentes com a realidade do negócio e conduzindo os investidores a tomarem decisões de investimento não ótimas. Ressalta-se que há também a possibilidade de manipular a percepção do *stakeholders* através da divulgação voluntária de resultados pro forma (BLACK et al., 2017).

### 2.3.2 Resultados pro forma

A teoria da divulgação, ou *disclosure*, voluntária estuda as razões pelas quais os gestores optam por divulgar informações publicamente (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; DYE, 1985; VERRECCHIA, 1983, 2001). Verrecchia (2001) categoriza a divulgação voluntária, baseada na associação (estuda os efeitos do *disclosure* no preço e no volume de negociação), na discricionabilidade (examina os incentivos que afetam os gestores ao exercer sua discricionabilidade) e na eficiência (discute quais configurações de divulgação são preferidas). Diante do exposto, estudos seminais têm investigado quais são as razões pelas quais os gestores divulguem informações voluntárias (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; HEALY; PALEPU, 2001).

Dentre as divulgações voluntárias, incluem-se informações relativas à descrição dos negócios, às projeções financeiras e de investimentos e também os resultados contábeis ajustados. Os resultados pro forma, incluídos nesse escopo, compreendem medidas de

resultados contábeis, baseados nos princípios contábeis geralmente aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles – GAAP*), excluindo os itens considerados transitórios ou não recorrentes, utilizados como medida de avaliação da firma (BLACK, 2016). Todavia, destaca-se que tal medida de desempenho reportada pelos gestores não são formalmente auditadas (FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011) e nem sempre apresentam a característica de comparabilidade (MARQUES, 2006), já que cada gestor adota diferentes metodologias para sua mensuração. Esses fatores potencializam a ideia de que as informações pro forma podem ser utilizadas de maneira oportunista.

Na última década, a literatura tem evidenciado que a utilização de informações pro forma pelos gestores tem crescido substancialmente. Esse crescimento pode estar associado à possível falta de utilidade dos resultados baseados nos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP), questionada por normatizadores e pesquisadores (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010). Além disso, diversos agentes têm mostrado preocupações acerca da divulgação dessa métrica em razão da flexibilidade de ajustes nos resultados contábeis e da não verificação acerca da confiabilidade da informação divulgada (ALLEE et al., 2007). Esses autores reforçam que a apreensão dos normatizadores centra-se, principalmente, no fato de que os resultados pro forma podem ser confusos e enganosos para os investidores menos sofisticados.

Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), bem como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) emitiram aconselhamento preventivo de que as demonstrações financeiras pro forma podem enganar os investidores. A Lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, foi aprovada, em parte, em resposta a alegações generalizadas de divulgações corporativas oportunistas, incluindo disposições específicas relacionadas à divulgação pro forma. Na seção 401, no item (b), compete a SEC a emissão de regulamentos, de modo a garantir que as informações financeiras pro forma não sejam materialmente enganosas e o acompanhamento da reconciliação com as demonstrações financeiras relacionadas de acordo com os GAAP.

No início de 2003, a SEC emitiu o Regulamento G para implementar as disposições previstas na SOX. Claramente, os reguladores, com a missão de proteger os interesses dos investidores, estão preocupados com o fato de que as empresas reportem resultados pro forma que possam confundir e induzir tais investidores ao erro (ALLEE et al., 2007). Evidências recentes sugerem que, com a aprovação do Regulamento G, percebeu-se o desencorajamento efetivo do relatório voluntário de medidas de resultado pro forma (ENTWISTLE; FELTHAM; MBAGWU, 2006; HEFLIN; HSU, 2008; MARQUES, 2006).

No Brasil, instrumentos normativos também foram elaborados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como, por exemplo, a Instrução n°. 527/12, que dispõe sobre a



divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA (EBITDA) e LAJIR (EBIT) e as deliberações n.º. 708/13 e n.º. 709/13, que aprovaram, nessa ordem, o Pronunciamento Técnico CPC 44 – Demonstrações Combinadas e a Orientação Técnica OCPC 06 – Apresentação de Informações Financeiras Pro forma.

O objetivo da Instrução n.º. 527/12 tem a finalidade de uniformizar a referida divulgação, sob a premissa de tornar as informações comparáveis entre as companhias abertas. Por outro lado, o Pronunciamento Técnico CPC 44 e a Orientação Técnica OCPC 06 têm por finalidade estabelecer padrões para compilação, elaboração e formatação de informações financeiras pro forma em casos justificáveis, como, por exemplo, em casos de reestruturações societárias, aquisições, vendas, fusões ou cisões de negócios.

Pesquisadores têm investigado as razões que levam os gestores a reportarem informações sobre resultados pro forma, cujas razões centram-se entre a informatividade e o oportunismo (BHATTACHARYA et al., 2003; BROWN; SIVAKUMAR, 2003; GU; CHEN, 2004). A literatura tem evidenciado que as empresas divulgam resultados pro forma sob a justificativa de que estes são mais representativos do que os ganhos operacionais reportados pelas empresas e fornecem uma métrica de desempenho relevante e persistente (ALBRING; CABÁN-GARCÍA; RECK, 2010). A divulgação de informação pro forma é capaz de majorar a utilidade na avaliação da empresa, desde que tais resultados tenham sido construídos sob baixa discricionariedade (BAIK; BILLINGS; MORTON, 2008). Além disso, o interesse pela divulgação de informações de resultados pro forma deve-se também à precisão do seu desempenho e à real expressão da saúde financeira da empresa (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013).

### **2.3.3 Trade-off do gerenciamento de percepções dos stakeholders**

Pesquisas anteriores fornecem algumas evidências sobre os *trade-off* entre diferentes ferramentas de gerenciamento de percepções. Por um lado, os gestores geralmente se importam mais com os resultados contábeis baseados nos GAAP, especialmente com o lucro por ação (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005), enquanto que os investidores se concentram em saber se as empresas atendem ou superam as expectativas dos analistas (SKINNER; SLOAN, 2002). Embora atingir ou superar as metas de lucros gerem retornos positivos das ações, o uso de gerenciamento de resultados para atingir tais metas não é isenta de custos (BLACK et al., 2017).

Diversos autores sugerem que os gestores realizam *trade-off* entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais, em razão dos custos relativos dessas escolhas estratégicas (BADERTSCHER, 2011; COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012). A utilização do gerenciamento de resultados por decisões operacionais pode gerar penalidades econômicas para a firma e deve ser decidido e planejado com certa antecedência no período de divulgação (e.g., decisão de cortar gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e com publicidade). Por outro lado, o gerenciamento de resultados por *accruals*, embora permitido dentro dos limites dos princípios contábeis geralmente aceitos, limita as decisões dos gestores devido à reversão dos *accruals* e às mudanças nas políticas e estimativas contábeis sujeitas ao controle dos auditores, investidores, credores e demais partes interessadas.

Evidências empíricas indicam que os gestores preferem utilizar o gerenciamento de resultados contábeis por decisões operacionais em detrimento ao gerenciamento por *accruals* (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Conforme os autores, para atender a *benchmarks* de ganhos, os gestores preferem reduzir despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e com outras despesas discricionárias antes de utilizar o gerenciamento por *accruals*. De modo semelhante, Zang (2012) encontra que os gestores utilizam o gerenciamento por decisões operacionais antes do gerenciamento por *accruals* depois do final do exercício fiscal, enquanto que o gerenciamento por decisões operacionais ocorre durante o período fiscal. Mesmo que os gestores decidam gerenciar os resultados contábeis por *accruals*, eles enfrentam restrições que limitam o quantitativo e o período das restrições (ZANG, 2012).

Ao estudar a relação entre o gerenciamento de resultados por decisões operacionais e o atendimento de *benchmark* de ganhos, Gunny (2010) descobre que as empresas – que utilizam o gerenciamento por decisões operacionais apenas para atingir ou superar *benchmarks* de ganho – têm um desempenho subsequente mais elevado, quando comparado às demais empresas. Através dos seus achados, a autora conclui que o gerenciamento de resultados não é utilizado oportunisticamente, mas sim como um sinal dos gestores sobre as operações futuras. Convém destacar, todavia, que a preferência de gerenciamento de resultados por decisões operacionais em relação aos *accruals* pode afetar os resultados em vários períodos. Embora a literatura tenha encontrado que os gestores utilizam o gerenciamento por decisões operacionais para atingir metas (BADERTSCHER, 2011; ZANG, 2012), ele é oneroso.

O gerenciamento de resultados por *accruals* envolve a discricionariedade permitida dentro dos princípios contábeis geralmente aceitos para alterar as políticas ou estimativas de contabilidade. Torna-se relevante mencionar que pesquisas descobriram que os gestores utilizam a discricionariedade para atingir ou superar as metas de ganhos (BARTOV; GIVOLY;

HAYN, 2002; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Entretanto, os *accruals* são revertidos nos períodos seguintes e existem outros custos potencialmente significativos para o gerenciamento de resultados por *accruals*.

Na medida em que os gestores utilizam o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, estes estariam menos propensos a gerenciar a percepção dos investidores através dos resultados pro forma (BLACK et al., 2017). Apesar dos potenciais custos, o gerenciamento de resultados por *accruals* permite que os gestores atendam às previsões de lucros contábeis auditados. Considerando que a literatura sugere que os investidores desconsideram resultados pro forma que excluem itens recorrentes (ELLIOT; HANNA, 1996), os gestores têm maior probabilidade de atender às metas de lucros com resultados gerenciados por *accruals* antes de passar para resultados pro forma (BLACK et al., 2017).

Apesar de que os resultados pro forma pareçam não ser confiáveis para todos os usuários das demonstrações contábeis, pesquisas sugerem que alguns *stakeholders* dependem fortemente desses resultados (ELLIOTT, 2006; FREDERICKSON; MILLER, 2002). Destaca-se que a divulgação de resultados pro forma é menos onerosa e ocorre em período posterior à estratégia de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais (BLACK et al., 2017). Conforme os autores, os ajustes realizados pelos gestores não afetam as operações reais das empresas ou dos saldos reportados nas demonstrações financeiras auditadas, e os ajustes dos resultados pro forma podem ser determinados somente após a preparação das demonstrações financeiras.

Consistente que os resultados pro forma representam uma forma de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* de baixo custo, a literatura evidencia que os gestores divulgam resultados ajustados para atender às metas de lucros em uma base contábil, quando estes são insuficientes (BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BROWN et al., 2012). Ou seja, os resultados indicam que os gestores decidem divulgar resultados pro forma para atender a metas de lucros projetadas, quando os resultados baseados nos GAAP ficarem aquém.

Considerando que a escolha da estratégia de gerenciamento de resultados depende dos custos associados, a literatura sugere que os custos relativos aos resultados pro forma são baixos, em função de os regulamentos sob esses relatórios não serem excessivamente rigorosos (BLACK et al., 2017), principalmente em mercados emergentes. Dessa forma, os custos de regulação e contenção são mínimos. Os benefícios, por outro lado, são atrativos, visto que estudos têm indicado que alguns participantes do mercado respondem mais aos resultados pro forma do que aos resultados contábeis (BHATTACHARYA et al., 2003; DOYLE; LUNDHOLM; SOLIMAN, 2002).

Ao desenvolver um estudo extenso sobre os custos de gerenciamento de resultados por *accruals*, Marquardt e Wiedman (2004) distinguem o gerenciamento de resultados por *accruals* em detectável e indetectável, em que as consequências negativas são mais severas quando são detectáveis. Os autores sugerem que o gerenciamento de resultados por *accruals* utilizando itens recorrentes aumenta a probabilidade de detecção. Marquardt e Wiedman (2004) destaca também que, embora não seja detectável, o gerenciamento de resultados tem custos, incluindo a reversão dos *accruals* (RANGAN, 1998; TEOH; WELCH; WONG, 1998), aumento nos custos de auditoria (LYS; WATTS, 1994), diminuição da qualidade dos resultados percebidos (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003) e um aumento da probabilidade de detecção (BENEISH, 1999).

Os diversos estudos que relacionam o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* expõem relações de substituições e hierarquia nas suas respectivas escolhas. Nesse sentido, Zang (2012) elenca um conjunto de custos associados ao gerenciamento de resultados por *accruals* (auditada por grandes empresas de auditoria, experiência do auditor e regulamentação no período pós-SOX) e por decisões operacionais (*market share*, saúde financeira, participação de investidores institucionais, taxa marginal de imposto, ativo líquido operacional e ciclo operacional). Assim, a literatura sugere que existem diversas formas de gerenciar a percepção dos *stakeholders* e que as escolhas dependem dos custos, considerando a necessidade de estender a análise para outros métodos à disposição do gestor.

### **2.3.4 Incentivos do gerenciamento de percepções**

A prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* está baseada nos incentivos dos gestores, que buscam: (a) evitar a divulgação de prejuízo contábil e manter a continuidade dos resultados contábeis; (b) atender ou superar *benchmarks* de ganhos previstos por analistas; (c) aumentar a própria remuneração através dos planos de bonificação; (d) melhorar o desempenho operacional da firma antes da emissão de títulos no mercado de capitais; (e) atender a certas cláusulas contratuais de dívidas (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013; BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BROWN et al., 2016; BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; BURGSTAHLER; EAMES, 2006; HEALY, 1985; JENNINGS; MARQUES, 2011; MATSUMOTO, 2002).

A divulgação de resultados contábeis e de informações voluntárias podem gerar impactos significativos no preço das ações de uma empresa. Considerando os incentivos dos gestores em atingir certas metas de lucro, o mercado pode reagir (des)favoravelmente em razão

do (não) cumprimento dessas metas. Por exemplo, a literatura tem evidenciado que os preços das ações parecem declinar quando os resultados divulgados pelos gestores não atingem as previsões realizadas pelos analistas (SKINNER; SLOAN, 2002), mas, quando os gestores apresentam resultados que superam essas previsões, os preços das ações se valorizam (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002). Algumas evidências, mostradas a seguir, indicam que a prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* é recorrente quando os gestores têm metas específicas a cumprir.

Estudos têm evidenciado que os gestores manipulam os resultados contábeis para atender às previsões dos analistas ou para evitar a perda de expectativas na divulgação dos resultados (MATSUMOTO, 2002). De modo geral, os resultados do autor sugerem que o uso do gerenciamento de resultados desempenha um papel na prevenção de surpresas negativas. Matsumoto (2002) encontrou também que empresas com maior participação de investidores institucionais, com maior dependência de capital de terceiros e maior relevância dos lucros, têm maior probabilidade de atingir a expectativa de lucro. A literatura sobre o tema destaca que quando os resultados contábeis divulgados pelos gestores atingem ou superam as previsões dos analistas, as empresas recebem um “prêmio” no momento da negociação dos títulos no mercado, uma vez que estes estão associados à percepção de risco relativos aos resultados futuros (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002).

Outro incentivo para que os gestores se utilizem da estratégia de gerenciamento de resultados, consistem em evitar a divulgação de resultados negativos ou até mesmo evitar a redução do lucro da firma. Burgstahler e Dichev (1997) encontraram evidências de que dois componentes dos lucros – fluxo de caixa das operações e mudanças no capital de giro – são utilizadas para alcançar aumentos nos lucros. Ao observar que poucas empresas relatavam pequenas perdas e muitas empresas relatavam pequenos lucros, Dechow, Richardson e Tuna (2003) investigaram se o aumento dos *accruals* discricionários é utilizado para reportar essas rupturas. Os achados mostram que empresas que reportavam pequenos lucros apresentavam elevados níveis de gerenciamento de resultados por *accruals*, em relação às demais.

Alguns estudos têm indicado que os gestores recorrem à suavização dos lucros (*smoothing income*) com o intuito de manter crescimento constante dos lucros, reduzindo a variabilidade dos resultados ao longo do tempo. Nesse sentido, autores apresentam evidências de que gestores de empresas norte americanas apresentam comportamentos de suavização dos resultados contábeis, sustentando o crescimento dos lucros contábeis (MYERS; MYERS; SKINNER, 2007).

DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999) encontraram evidências empíricas de que os gestores utilizam o gerenciamento de resultados para atender à previsão dos analistas, evitar a divulgação de resultados negativos e manter resultados constantes. Ou seja, a pesquisa apresenta indícios de que os gestores se envolvem em práticas de gerenciamento de resultados para divulgar lucros positivos. Ressalta-se que os autores demonstram que, dos três incentivos, o atendimento das previsões dos analistas mostrou limiar mais fraco.

DeFond e Jiambalvo (1994) analisaram o gerenciamento de resultados, através dos *accruals* anormais, de empresas que reportaram violações de cláusulas de dívidas (*debt covenants*) nos relatórios anuais. Através da aplicação de modelos de séries temporais, os autores identificaram que, no período em que ocorre a violação do contrato, há evidências de *accruals* anormais positivas, mesmo após controlar mudanças na gestão e nas qualificações de continuidade do auditor. Outro estudo evidencia também que os gestores utilizam de práticas que majoram as receitas através das mudanças de políticas contábeis não discricionárias (SWEENEY, 1994).

Os incentivos relativos à remuneração dos gestores estão fortemente associados à prática de gerenciamento de resultados, conforme indica a literatura. Esses incentivos surgiram em razão do interesse de alinhamento dos interesses entre investidores e gestores. Nesse sentido, estudos têm mostrado, há bastante tempo, que os gestores recorrem ao gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* e por decisões operacionais para aumentar sua própria remuneração (HEALY, 1985). Conforme o desenvolvimento do mercado de capitais, o uso das remunerações baseadas em ações tem incentivado a manipulação dos resultados a fim de manter valorizações anormais das ações (DECHOW; SKINNER, 2000). Por exemplo, a literatura tem evidenciado que retornos anormais positivos antecedem o uso da remuneração por ação dos principais acionistas da empresa (BARTOV; MOHANRAM, 2004).

Alguns trabalhos, por sua vez, mostram que os gestores com elevados incentivos baseados no patrimônio têm maior probabilidade de divulgar resultados que atendem ou superem as previsões dos analistas, bem como gestores com incentivos baseados em ações são menos propensos a relatar grandes surpresas positivas de lucros (CHEN; WARFIELD, 2005). Já outros estudos demonstram que a remuneração total do gestor está fortemente vinculada ao valor das participações nas ações e nas opções, ou *stock options* (BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006). Esses autores evidenciam também que os gestores, bem como os investidores com informações privilegiadas, tendem a vender elevada quantidade de ações durante o período em que as empresas apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados.

Além dos incentivos supracitados, os gestores também podem gerenciar resultados, com vistas a reportar lucro líquido maior em períodos que antecedem a oferta de ações no mercado de capitais, mas, também, após a emissão (TEOH; WELCH; WONG, 1998). Esse comportamento pode estar relacionado ao fato de que, ao emitir oferta de ações, o gestor busca maximizar a captura de recursos, enquanto os investidores estão interessados em pagar o menor preço possível pela ação.

A literatura sobre resultados pro forma indicam também que as decisões dos gestores são incentivadas quando estes buscam: atender a *benchmarks* de ganhos não atendidos pelos resultados contábeis (BHATTACHARYA et al., 2003; BLACK; CHRISTENSEN, 2009; DOYLE; JENNINGS; SOLIMAN, 2013), aumentar sua própria remuneração (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013), influenciar a percepção do mercado, principalmente dos investidores (não)sofisticados (ALLEE et al., 2007; ELLIOTT, 2006), dentre outras. Portanto, é possível observar que os incentivos para gerenciar a percepção dos *stakeholders*, através da estratégia de gerenciamento de resultados e da divulgação de resultados pro forma, são significativamente semelhantes. Embora existam outros incentivos para tal engajamento, esta tese se concentrou nos principais referenciados na literatura.

## 2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA E TESE

Considerando a existência de um conjunto recorrente de incentivos para que os gestores se envolvam em estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, a literatura tem destacado três principais: atender ou superar as previsões dos analistas, evitar a divulgação de perdas e manter continuidade de desempenho financeiro de períodos anteriores (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DOYLE; JENNINGS; SOLIMAN, 2013; HEALY, 1985; MATSUMOTO, 2002; ROYCHOWDHURY, 2006). Tais incentivos, em razão da sua relevância e aplicabilidade, foram utilizados nesta tese.

Os gestores têm fortes motivações para gerenciar a percepção dos *stakeholders* – através do gerenciamento de resultados e da divulgação de resultados pro forma (BLACK et al., 2017) – com o intuito de atingir determinadas metas, agindo em interesse próprio ou dos proprietários (DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999). Esta pesquisa parte da premissa de que as empresas politicamente conectadas apresentam problemas de agenciamento, uma vez que a influência política já se configura como um problema de agência (BOUBAKRI et al., 2012; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Conforme os autores, as empresas conectadas

politicamente podem se beneficiar com acumulação de reservas de caixa, redução do custo de capital, redução do pagamento efetivo de tributos, dentre outros benefícios.

Nesse sentido, a acumulação de disponibilidades, aliada ao fraco sistema de governança corporativa, motivaria os gestores de empresas politicamente conectadas a extraírem benefícios políticos por meio do desperdício de dinheiro excedente da firma em atividades com agenda política (AL-DHAMARI; ISMAIL, 2015), expropriando os recursos dos investidores externos. Isso ocorre porque as empresas conectadas estão protegidas da disciplina do mercado por uma garantia de resgate do governo, e em função da facilidade de acesso a empréstimos e a financiamentos bancários públicos, por exemplo (BOUBAKRI et al., 2012).

Esta pesquisa investiga, sob os preceitos da Teoria da Agência, o efeito da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* em companhias abertas brasileiras, consideradas suspeitas de gerenciar resultados a fim cumprir determinadas metas de lucros. Considera-se, neste trabalho, os incentivos para que os gestores de empresas gerenciem a percepção dos investidores, o que não fora utilizado em estudos anteriores (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; DECHOW; DICHEV, 2002; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; JACOBY; LI; LIU, 2016).

A literatura tem evidenciado, diretamente, que o gerenciamento de resultados e a divulgação voluntária são menores em empresas com vínculos políticos, sugerindo menor qualidade do lucro. Além disso, alguns autores encontraram evidências de que o efeito da conexão política é majorado quando o governo e a família estão no controle da empresa (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; HASHMI; BRAHMANA; LAU, 2018); todavia, o efeito é reduzido quando há maior desenvolvimento econômico regional (DING; LI; WU, 2018). Entretanto, nenhuma dessas evidências sobre o tema considerou os incentivos dos gestores para gerenciar a percepção dos *stakeholders*.

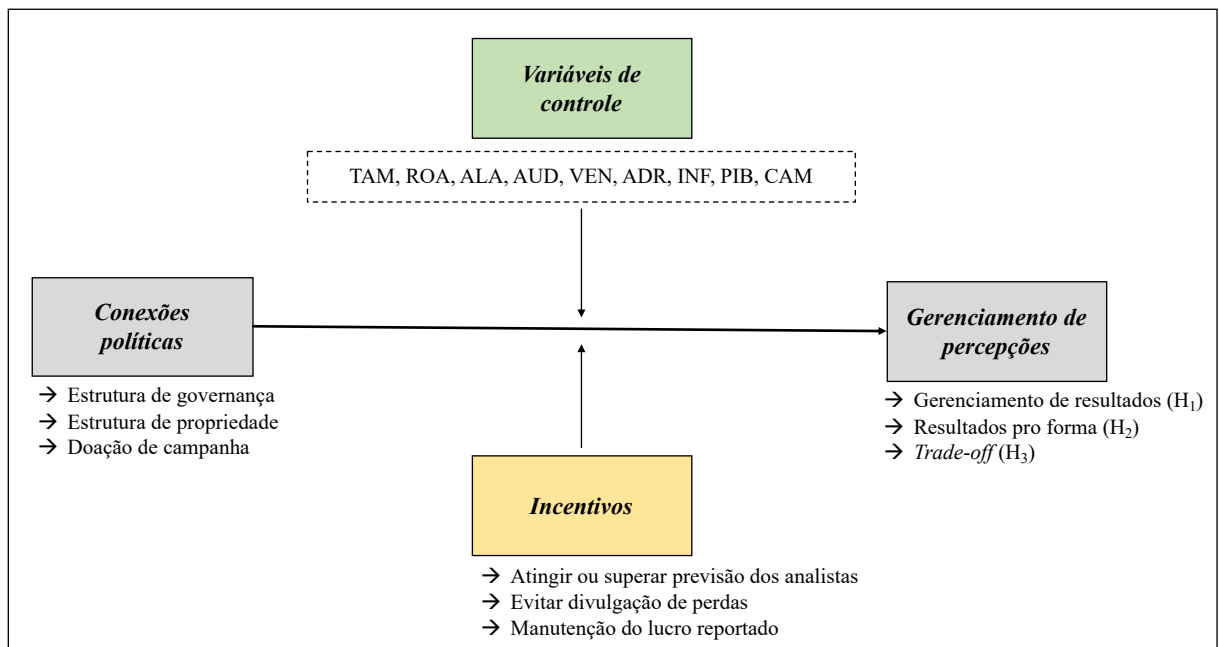
Desse modo, esta tese fundamenta-se na **hipótese geral** de que a conexão política – tida como uma estratégia de garantia de benefícios e proteção do ambiente externo – afeta a discricionariedade do gestor diante da prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Como as empresas obtêm benefícios significativos a partir das suas conexões políticas, o comportamento discricionário do gestor pode ser afetado (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013; HOUSTON et al., 2014). O excesso de benefícios e a proteção conferida pela conexão política (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; CORREIA, 2014) podem facilitar ou garantir o cumprimento de certas metas de lucros. Além disso, a conexão política pode também interferir nas escolhas do *portfólio* de estratégias para gerenciar a percepção dos investidores e dos demais usuários, uma vez que as escolhas por



parte dos gestores estão baseadas nos custos, nas restrições e no *timing* de cada uma das estratégias (BRAAM et al., 2015).

A literatura sobre o tema tem indicado fatores da firma que podem influenciar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, a saber: tamanho, alavancagem, desempenho da firma, auditoria, crescimento das vendas e a emissão de ADR (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; DECHOW; DICHEV, 2002; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HUNG; KIM; LI, 2018; JACOBY; LI; LIU, 2016). Por fim, fatores macroeconômicos também têm sido considerados nos estudos sobre o tema, utilizando, em sua maioria, variáveis como: inflação, produto interno bruto e taxa de câmbio (DINÇ, 2005; NONNENBERG; MENDONÇA, 2005; SILVA et al., 2018; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014). Considerando o exposto, a Figura 1 expõe o modelo conceitual desta tese.

Figura 1 – Hipóteses de pesquisa



**Legenda:** TAM: tamanho; ROA: desempenho; ALA: alavancagem; AUD: auditoria; VEN: crescimento das vendas; ADR: *American Depositary Receipts*; INF: Inflação; PIB: Produto Interno Bruto; CAM: taxa de câmbio.

**Fonte:** Elaboração própria.

Empresas politicamente conectadas apresentam um conjunto amplo de problemas, que incluem baixo desempenho, baixa qualidade dos lucros, corrupção, ineficiência operacional e falta de proteção aos investidores (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; FACCIO, 2010; FAN; WONG; ZHANG, 2007). Como consequência, as empresas conectadas poderiam incorrer em maiores custos (por exemplo, aos custos de agência). Entretanto, esses custos

parecem ser compensatórios em razão dos benefícios decorrentes dos vínculos políticos, que incluem, por exemplo, o acesso preferencial à dívida (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008), a redução do custo da dívida (HOUSTON et al., 2014), o tratamento preferencial em contratos públicos (GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013) e os benefícios advindos da proteção regulatória setorial e contábil (CORREIA, 2014; KROZNER; STRATMANN, 1998).

Esse contexto demonstra que a conexão política fornece benefícios e proteção do ambiente externo às empresas, incentivando o comportamento oportunista por parte dos gestores. A partir dessa conjuntura, alguns estudos têm investigado o efeito da conexão política na qualidade da informação contábil (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; DECHOW; DICHEV, 2002; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; JACOBY; LI; LIU, 2016).

Existem várias razões pelas quais a qualidade da informação contábil de empresas politicamente conectadas pode ser menor em comparação com empresas não conectadas. Em primeiro lugar, as empresas conectadas tendem a ocultar e a obscurecer deliberadamente informações financeiras para se beneficiar às custas dos investidores (LEUZ; NANDA; WYSOCKI, 2003). Nesse caso, os *insiders* de empresas conectadas se sentiriam motivados a esconder, obscurecer ou atrasar a divulgação de informações com a intenção de prejudicar, de forma intencional, os investidores da companhia.

Em segundo lugar, as empresas conectadas são beneficiadas com a proteção dos políticos e, portanto, não estariam preocupadas com a qualidade das informações financeiras reportadas ao mercado de capitais (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Dessa forma, as empresas politicamente conectadas se engajariam em práticas de gerenciamento de resultados a fim de alterar o lucro líquido e o fluxo de caixa da empresa. Na medida em que os políticos fornecem proteção às empresas conectadas, estas podem negligenciar as informações contábeis e dedicar menos tempo para retratar, com precisão, suas previsões de lucro, uma vez que a divulgação de informação de baixa qualidade não é penalizada (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Essa perspectiva converge com a teoria do *rent-seeking*, explicando que as empresas se conectam politicamente para manter o controle sobre o ambiente sócio-político através da ajuda do governo.

Além disso, como as empresas conectadas recebem benefícios de outras fontes, como acesso preferencial ao financiamento e menor tributação, elas não se concentram em relatar informações financeiras de alta qualidade (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; FACCIO, 2010; LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006). Em razão do seu envolvimento nas políticas públicas, as empresas obtêm acesso direto

com políticos, burocratas e tomadores de decisão, influenciando as decisões políticas (HILLMAN, 2005). Nessa perspectiva, a empresa se beneficia a partir do controle sob o ambiente, garantindo a redução dos seus custos políticos (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016).

Literatura recente tem investigado a relação entre o gerenciamento de resultados e a conexão política. Chaney, Faccio e Parsley (2011) encontram evidências que a qualidade da informação contábil – medida pelo gerenciamento de resultados por *accruals* – de empresas conectadas é menor quando comparada com as demais empresas. Além disso, os autores encontraram que os resultados reportados de menor qualidade estão associados com um custo mais elevado da dívida somente nas empresas não conectadas.

Após este, alguns trabalhos foram direcionados na tentativa de explicar a influência da conexão política na qualidade da informação contábil. Por exemplo, Bona-Sánchez, Pérez-Alemán e Santana-Martín (2014) examinaram o efeito das conexões políticas – medida pela presença de político no conselho de administração – na informatividade dos lucros de empresas europeias, encontrando uma relação negativa. Segundo os autores, quando políticos fazem parte das empresas, estas buscam fornecer o mínimo de informação possível ao mercado, a fim de proteger os vínculos políticos do controle público e impedir o vazamento de informações que possam garantir vantagens competitivas para os concorrentes.

Jacoby, Li e Liu (2016) exploram a relação entre a dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados de empresas chinesas, moderada pela afiliação política. Os achados sugerem que empresas com dificuldades financeiras se engajam em práticas de gerenciamento de resultados de forma agressiva para reverter tais resultados. Contudo, quando moderado pela afiliação política, as empresas pouco manipulam as informações contábeis, uma vez que podem garantir financiamento da dívida através do poder político.

Por sua vez, Gross et al. (2016) analisa as consequências da proximidade corporativa ao poder político nos relatórios financeiros de empresas dos Estados Unidos. Segundo os autores, a proximidade da relação empresa-governo implica em menor influência do risco e da incerteza das políticas públicas no fluxo de caixa da firma, incentivando, em consequência, a prática de gerenciamento de resultados. Os resultados encontrados mostram que as empresas se conectam politicamente para se proteger contra a volatilidade causada pelas políticas públicas.

Investigando a relação entre o gerenciamento de resultados e a conexão política em empresas familiares paquistanesas, Hashmi, Brahmana e Lau (2018) encontram evidências, fundamentadas na teoria da agência, de que empresas conectadas têm qualidade de informações significativamente menor em comparação com as empresas não conectadas. Os achados do

estudo sugerem que a propriedade familiar reduz os custos das conexões políticas e melhora a qualidade dos lucros.

Analisando o efeito da conexão política do diretor executivo e do controle estatal no gerenciamento de resultados de empresas da Tunísia, Attia, Lassoued e Attia (2016) não encontram relação entre os constructos. Todavia, quando há a interação entre as formas de conexão política, parece haver comportamento de gerenciar resultados para diminuir os lucros, especialmente em períodos eleitorais, quando as empresas enfrentam elevados custos políticos. Essas evidências mostram que, quando combinadas, as formas de conexão política podem fortalecer os benefícios e reduzir os custos associados à divulgação de resultados de baixa qualidade.

No mercado indonésio, Harymawan e Nowland (2016) analisam como a qualidade da informação contábil de empresas politicamente conectadas é afetada pelas mudanças na estabilidade política e pela eficácia do governo. Neste estudo, os autores constataam que o aumento da eficácia do governo reduz os benefícios das conexões políticas, exigindo que as empresas politicamente conectadas sejam mais responsivas às pressões do mercado e resultando em maior qualidade dos lucros. No entanto, o aumento da estabilidade política aumenta a certeza dos benefícios das conexões políticas, reduzindo a necessidade de empresas conectadas responderem às pressões do mercado e resultando em menor qualidade dos ganhos.

Ding, Li e Wu (2018) examinam a relação entre afiliação política, desempenho e gerenciamento de resultados de empresas chinesas. Os autores constataam que empresas filiadas ao governo tendem a apresentar desempenho contábil superior em consequência do engajamento de práticas de gerenciamento de resultados por decisão operacional. Todavia, os resultados sugerem que a relação é mais fraca em regiões mais desenvolvidas.

Alguns estudos, no Brasil, têm admitido alguns benefícios conferidos às empresas conectadas, apresentando melhor desempenho e valor (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012), bem como facilita-se a diversificação dos grupos econômicos (COSTA; BANDEIRA-DE-MELO; MARCON, 2013). Estudos passados mostram que a doação de campanha, realizada pelas empresas às campanhas eleitorais de 1998 e 2002, estão fortemente associadas com o elevado retorno das ações no momento do anúncio dos vencedores nas eleições (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008).

Esses achados confirmam os benefícios advindos das conexões políticas e podem sugerir a existência de relação entre o gerenciamento de resultados e a conexão política no Brasil. Deve-se enfatizar que a análise é de particular interesse, devido às especificidades do cenário institucional brasileiro em relação a outros países desenvolvidos e até mesmo a alguns

países emergentes, pois, como sugere a literatura, os benefícios da conexão política são maiores em países menos desenvolvidos e com níveis mais altos de corrupção (BOUBAKRI et al., 2012; FACCIO, 2010).

Os resultados supracitados convergem quanto ao efeito da conexão política e da filiação partidária na redução da qualidade da informação contábil, normalmente mensurada pelo gerenciamento de resultados por *accruals* (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HASHMI; BRAHMANA; LAU, 2018) e quando controlada por variáveis organizacionais e institucionais. Deve-se ressaltar que os referidos trabalhos, embora tenham considerado diferentes perspectivas teóricas (, não incluíram os potenciais incentivos para o engajamento da prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Destaca-se ainda que os estudos têm considerado *proxy* para conexão política quando seus acionistas controladores ou um dos seus principais executivos é membro do governo ou está fortemente relacionado com um político/partido (FACCIO, 2006). No entanto, outra forma representativa de conexão ocorre quando a empresa/gestor realiza doação de recursos financeiros a partidos/políticos, não sendo normalmente utilizada nas pesquisas. Através da doação, a empresa despende recursos na expectativa de maximizar retornos, sendo esta prática considerada uma forma de investimento (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012). Nessa direção, a relação clientelista é evidente, uma vez que a conexão política ocorre via doação de recursos financeiros e que tais doações são utilizadas em troca de benefícios diretos com políticos/partidos.

Considerando que esta tese utilizará diferentes *proxies* para o gerenciamento de resultados (por *accruals* e por decisões operacionais) a fim de capturar especificidades de cada uma das estratégias, espera-se que este estudo forneça informações mais detalhadas sobre o comportamento dos gestores de empresas conectadas, uma vez que que estas empresas têm menos incentivos para reportar resultados contábeis de alta qualidade em relação às demais empresas, em razão da proteção e dos favores políticos que lhe são conferidos (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; MOHAMMED; AHMED; JI, 2017). Sendo assim, tem-se as primeiras hipóteses de pesquisa:

**Hipótese 1a (H<sub>1a</sub>):** o gerenciamento de resultados contábeis por *accruals* é influenciado pela conexão política.

**Hipótese 1b (H<sub>1b</sub>):** o gerenciamento de resultados contábeis por decisões operacionais é influenciado pela conexão política .

A divulgação obrigatória e voluntária são canais potencialmente importantes para que a gestão informe o desempenho e a governança corporativa para investidores externos (HEALY; PALEPU, 2001). Os gestores devem divulgar informações exigidas pelos regulamentos contábeis, todavia, podem optar por divulgar medidas adicionais de desempenho, que não obedecem aos princípios contábeis geralmente aceitos (*Generally Accepted Accounting Principles* – GAAP). Uma dessas medidas de resultados são denominadas de pro forma.

Considerando que as medidas pro forma são voluntárias e não sofrem qualquer perícia em seu conteúdo informacional, normatizadores e legisladores têm se mostrado continuamente preocupados com essas medidas (ALLEE et al., 2007), principalmente pelo potencial uso oportunista dessas métricas pelos gestores (BRADSHAW; SLOAN, 2002). Conforme dito anteriormente, a conexão política pode garantir benefícios e proteção às empresas, o comportamento oportunista do gestor poderia ser potencializado para atender a metas de lucros e, com isso, divulgar informações pro forma agressivas.

Nessa perspectiva, a literatura fornece algumas explicações, além daquela relacionada à teoria da agência, pelas quais as forças políticas poderiam afetar o comportamento dos gestores em relação às escolhas contábeis e à divulgação voluntária de resultados pro forma, a partir da relação custo-benefício, dos incentivos da divulgação voluntária, da teoria do *rent-seeking* e da hipótese dos custos políticos.

Estudos têm documentado que o excesso de benefícios nas empresas conectadas pode gerar uma menor necessidade de resposta às pressões do mercado (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011) e às pressões regulatórias setoriais e contábeis (CORREIA, 2014; KROSZNER; STRATMANN, 1998). Deve-se destacar que os benefícios das conexões políticas são decorrentes da relação entre empresa-político e da consequente influência corporativa nas decisões políticas (HILLMAN, 2005). A relação desigual entre custos e benefícios advindos das conexões políticas pode gerar o sentimento de proteção e favorecer comportamentos oportunistas dos gestores, inclusive no que tange à divulgação de resultados de baixa qualidade informacional e à divulgação voluntária resultados pro forma.

A Teoria *Rent-Seeking* estuda a obtenção de renda econômica corporativa através da manipulação do ambiente sócio-político com ajuda governamental, tornando desleal a competição entre as empresas. Estudos sugerem que a busca pelo *rent-seeking* pode motivar empresas politicamente conectadas a manter um ambiente de informações opaco (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011), obscurecendo seus ganhos. Por exemplo, os acionistas controladores de empresas conectadas podem querer suprimir informações sobre o verdadeiro

desempenho econômico, a fim de garantir que suas práticas divergentes, em grande parte derivadas do clientelismo político e da corrupção, sejam mantidas ocultas (HUNG; KIM; LI, 2018). Nessa perspectiva, empresas politicamente conectadas estariam mais propensas a divulgar resultados contábeis de baixa qualidade e menos propensas a divulgar informações voluntárias.

Ao considerar que os resultados pro forma representam uma estratégia de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (BLACK et al., 2017), a teoria dos custos políticos poderia explicar também o comportamento dos gestores na divulgação voluntária dessa métrica. A hipótese proposta por Watts e Zimmerman (1978) sugere que existem incentivos internos dos gestores para redução de custos políticos, como impostos e/ou regulamentações governamentais. Por exemplo, a aprovação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), em 2002, gerou consumo de recursos das empresas dos Estados Unidos da América (EUA), relativos à criação/adaptação de sistemas contábeis, consultorias, horas de pessoal, dentre outros. Nesse sentido, os benefícios da regulação das empresas politicamente conectadas (CORREIA, 2014; KROZNER; STRATMANN, 1998) poderiam gerar custos políticos menores em relação às empresas não conectadas. Assim, estas tenderiam a reduzir as divulgações voluntárias a fim de não atrair a atenção governamental e, com isso, reduzir os custos políticos.

Até o momento, apenas o estudo de Hung, Kim e Li (2018) tem documentado o efeito da conexão política na divulgação voluntária, fundamentado na teoria de Diamond e Verrecchia (1991) e Verrecchia (1983). Os autores afirmam que as empresas politicamente conectadas possuem (des)incentivos – mercado de capitais, risco de litígio e custos de propriedade – para divulgar informações voluntárias, especificamente sobre previsão de lucros pelos gestores. Esses (des)incentivos da divulgação voluntária podem, de fato, ser afetados pela existência de conexão política.

Evidências empíricas mostram que as empresas conectadas são beneficiadas com acesso preferencial e redução do custo do financiamento da dívida (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013; HOUSTON et al., 2014). Como resultado, as empresas conectadas teriam menor necessidade de levantar capital junto ao mercado e/ou credores e, portanto, teriam menores incentivos para divulgação voluntária para reduzir seu custo de capital (HUNG; KIM; LI, 2018).

Outros autores têm apresentado evidências de que empresas conectadas gozam de proteção política e menor risco de litígio (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008) e, conseqüentemente, teriam menores incentivos para divulgar informações voluntárias com o objetivo de evitar ações judiciais (HUNG; KIM; LI, 2018). Em relação aos custos de

propriedade, a teoria sugere que as empresas têm menor probabilidade de fornecer divulgação voluntária quando enfrentam custos de propriedade mais elevados (HEALY; PALEPU, 2001). Empresas conectadas são mais propensas a receber tratamento preferencial em contratos públicos (GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013), reduzindo os custos de propriedade, uma vez que as informações divulgadas por meio de canais voluntários não privariam as empresas conectadas de sua vantagem competitiva (HUNG; KIM; LI, 2018).

Extensa literatura tem investigado a relação da divulgação de resultados pro forma com auditoria interna (CHEN; KRISHNAN; PEVZNER, 2012), governança corporativa (FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011; ISIDRO; MARQUES, 2013; JENNINGS; MARQUES, 2011), gerenciamento de resultados (BLACK et al., 2017), percepção dos investidores (ALLEE et al., 2007; JOHNSON et al., 2014) e influência econômico-institucional (ISIDRO; MARQUES, 2015). Contudo, parece que os estudos não têm concentrado esforços em investigar o efeito das forças políticas na divulgação voluntária de resultados pro forma. Com base nessa discussão, a segunda hipótese do estudo é apresentada a seguir:

**Hipótese 2 (H<sub>2</sub>):** a divulgação de resultados pro forma é influenciado pela conexão política.

A determinação de métodos contábeis e a discricionariedade na definição das práticas são determinadas pelas normas e também pelo comportamento dos gestores, os quais respondem aos incentivos econômicos na elaboração de relatórios contábeis com atributos de qualidade. Nesse sentido, os gestores podem utilizar diferentes estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, que incluem aqueles baseados nos *accruals* (DECHOW; DICHEV, 2002), nas decisões operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006) e na divulgação de resultados pro forma (BLACK et al., 2017).

Estudos recentes têm investigado o *trade-off* entre esses diferentes tipos de gerenciamento, definindo as escolhas contábeis pelo gestores com base nos custos, nas restrições e no *timing* de cada uma das estratégias (ABERNATHY; BEYER; RAPPLEY, 2014; BADERTSCHER, 2011; BLACK et al., 2017; COHEN; ZAROWIN, 2010; HO; LIAO; TAYLOR, 2015; IPINO; PARBONETTI, 2017; ZANG, 2012). Essas pesquisas investigam o *trade-off* entre as técnicas de gerenciamento a partir da aprovação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), das normas internacionais de contabilidade (IFRS), da proteção do investidor, dentre outras. Braam et al. (2015) sugerem que o *trade-off* entre as referidas estratégias pode diferir também a partir das conexões políticas.



O gerenciamento de resultados baseado nos *accruals* visa obscurecer o verdadeiro desempenho econômico da firma, alterando os métodos contábeis ou estimativas dentro dos princípios contábeis geralmente aceitos (DECHOW; SKINNER, 2000), enquanto que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais altera a execução das transações comerciais (ROYCHOWDHURY, 2006). Por sua vez, a divulgação de resultados pro forma é uma medida de resultado contábil, não baseada nos princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP), em que são excluídos itens considerados transitórios ou não recorrentes, utilizados como medida de avaliação da firma (BLACK et al., 2017). Essas estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* podem ser utilizadas pelos gestores para atender ou superar determinadas metas baseadas nos resultados contábeis.

As estratégias de gerenciamento de resultados por decisões operacionais são consideradas relativamente mais dispendiosas em comparação com aquelas baseadas nos *accruals*, uma vez que as empresas modificam suas decisões operacionais para atingir metas de lucro no curto prazo, gerando consequências no fluxo de caixa da firma, bem como potenciais consequências de longo prazo para seu valor econômico (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Por exemplo, caso os gestores optem por cortar gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) para melhorar o lucro líquido, o desempenho futuro da empresa pode ser prejudicado em função da perda de oportunidades futuras da ativação da P&D. Contudo, a vantagem do gerenciamento de resultados por decisões operacionais refere-se à dificuldade de detecção quando comparado com o gerenciamento por *accruals* (BADERTSCHER, 2011; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; GUNNY, 2010).

Em relação ao *timing*, o gerenciamento por decisões operacionais pode ser aplicado ao longo do ano, enquanto que o gerenciamento por *accruals* é geralmente mais restrito a períodos específicos (ZANG, 2012). Por fim, os resultados pro forma parecem ser utilizados somente quando as demais técnicas de gerenciamento de resultados estão restritas (BLACK et al., 2017). Além disso, os autores afirmam que os custos da divulgação de resultados pro forma são praticamente nulos.

A literatura tem indicado que o gerenciamento de resultados por *accruals* é limitada, tornando-se mais restrita após a aprovação da SOX (COHEN; DEY; LYS, 2008) e das IFRS (HO; LIAO; TAYLOR, 2015). Outros autores encontram evidências empíricas de que o gerenciamento de resultados por *accruals* é mais restrito em empresas auditadas por entidades de auditoria de alta qualidade (CHI; LISIC; PEVZNER, 2011). Assim, pesquisas sugerem que quando uma forma de gerenciamento de percepções é restrita ou mais dispendiosa, os gestores

utilizam estratégias alternativas de gerenciamento para alcançar metas de lucros (BADERTSCHER, 2011; COHEN; DEY; LYS, 2008; ZANG, 2012).

Em relação aos resultados pro forma, apenas uma evidência empírica analisa o *trade-off* entre o gerenciamento de resultados (por *accruals* e por decisão operacional) e os resultados pro forma (BLACK et al., 2017). Os autores sugerem uma hierarquia do uso das estratégias de gerenciamento de resultados. Para atender às expectativas dos analistas, os gestores (i) utilizam o gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais, somente quando o desempenho operacional por si só não é suficiente; e (ii) somente utilizam a divulgação de resultados pro forma, quando a previsão dos analistas não é atendida através do gerenciamento de resultados. Esses resultados indicam uma relação substituta entre a divulgação de resultados pro forma e o gerenciamento de resultados.

Considerando a literatura acima, os gestores priorizam o gerenciamento de resultados por *accruals*, por ser relativamente menos oneroso, quando comparado com o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005). Além disso, evidências indicam que a divulgação de resultados pro forma é utilizada quando todas as demais técnicas de gerenciamento estão limitadas (BLACK et al., 2017). Todavia, sugere-se que essa configuração pode se mostrar distinta nas empresas politicamente conectadas.

Os gestores podem utilizar todas as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* para atender a metas de lucros, contanto que os benefícios marginais superem os custos marginais, independentemente se os gestores/as empresas estão politicamente conectados ou não. No entanto, as empresas conectadas poderiam estar inclinadas a utilizar estratégias de gerenciamento de percepções para esconder ou obscurecer seus resultados, que incluem aqueles decorrentes das suas conexões (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011). Nesse caso, a detecção pode prejudicar a reputação da empresa, dos gestores e dos políticos e partidos políticos conectados (BRAAM et al., 2015), bem como pode resultar em custos de oportunidade quando estes perdem os benefícios de suas conexões políticas (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; CORREIA, 2014; GOLDMAN; ROCHOLL; SO, 2013; HOUSTON et al., 2014; KROSZNER; STRATMANN, 1998).

Com base nisso, a estratégia de gerenciamento de resultados por decisões operacionais pode ser menos onerosa do que a de gerenciamento de resultados por *accruals* nas empresas conectadas, uma vez que aquela mantém a reputação da firma, reduz os custos políticos, diminui a probabilidade de intervenção externa e suaviza os riscos que os gestores estão assumindo quando gerenciam os resultados (COHEN; DEY; LYS, 2008; COHEN; ZAROWIN, 2010; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006). Entretanto, essa

assunção é indicada para mercados desenvolvidos. Em mercados emergentes, os incentivos e as oportunidades para gerenciar a percepção dos *stakeholders* podem ainda ser distintos.

A literatura tem indicado que a cultura e fatores institucionais e econômicos – eficiência normativa e de fiscalização, monitoramento público, forte proteção ao investidor e mercados financeiros desenvolvidos – podem interferir nas estratégias de gerenciamento de resultados e de divulgação de resultados pro forma (ISIDRO; MARQUES, 2015; LEUZ; OBERHOLZER-GEE, 2006; ZANG, 2012). Nesse sentido, quanto maior for a presença desses fatores, menor será a probabilidade do comportamento oportunista do gestor para ocultar informação contábil de baixa qualidade e divulgar resultados contábeis ajustadas de forma agressiva.

Estudiosos têm indicado também que os benefícios da conexão política são ainda maiores em países menos desenvolvidos e com maiores níveis de corrupção (BOUBAKRI et al., 2012; FACCIO, 2006), como é o caso do Brasil. Nesse sentido, com o aumento do desenvolvimento político-econômico do país, reduz-se a necessidade de os gestores se confiarem em suas conexões políticas e sentirem-se obrigados a aumentar a necessidade de responder às pressões do mercado (BRAAM et al., 2015). No Brasil, o governo tem participação direta na economia e estreita relação empresarial, sugerindo, ainda mais, benefícios e proteção a grupos empresariais.

Considerando o exposto, conjectura-se que o comportamento discricionário dos gestores de empresas politicamente conectadas, atuantes em mercados menos desenvolvidos, é distinto das demais empresas. Propõe-se que nas empresas brasileiras politicamente conectadas, os gestores, para atingir certas metas de lucros, priorizem o gerenciamento de resultados por *accruals* e em relação ao gerenciamento por decisões operacionais. Diante das mesmas metas, quando ainda não atendidas, os gestores tendem a divulgar resultados pro forma, a fim de gerenciar a percepção dos *stakeholders*. Assim, a terceira hipótese deste estudo é a seguinte:

**Hipótese 3 (H<sub>3</sub>):** O *trade-off* do gerenciamento de percepções dos *stakeholders* é influenciado pela conexão política.

Assim, a conexão política pode fortalecer os incentivos para que as informações contábeis e outras métricas voluntárias de resultado perpassem pela discricionariedade do gestor, buscando atender a certas metas de lucros. Por um lado, os agentes econômicos demandam por informações credíveis sobre os benefícios econômicos futuros, os gestores de empresas politicamente conectadas; por outro, poderiam atuar com oportunismo, reportando resultados contábeis de baixa qualidade e divulgando resultados pro forma agressivos, quando

o fazem. Assim, investigar o efeito da conexão política no comportamento discricionário dos gestores pode ser relevante, uma vez que as escolhas contábeis são estabelecidas pela relação entre os custos e os incentivos para gerenciar a percepção dos *stakeholders*.

Considerando o exposto, defende-se a seguinte tese: **A conexão política afeta a discricionariade dos gestores quanto às práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.**

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Este estudo parte da estrutura básica da revisão de literatura, a fim de levantar os trabalhos sobre gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, os seus respectivos incentivos e a conexão política. Foi possível, através do levantamento bibliográfico, identificar uma lacuna de pesquisa, que relaciona aspectos políticos aos fenômenos contábeis. Para responder ao problema de pesquisa, através do qual se busca investigar como a conexão política afeta o comportamento discricionário dos gestores nas escolhas contábeis e na divulgação voluntária, utilizou-se a abordagem metodológica empírica. Pesquisas com essa abordagem utilizam técnicas de coleta, tratamento e análise de dados notadamente quantitativos, centrado-se, normalmente, em métodos que investigam a relação de causa e efeito entre as variáveis.

Considerando a amplitude de tipologias que classificam as pesquisas científicas, este estudo utiliza aquela proposta por Collis e Hussey (2005). Conforme os autores, as pesquisas podem ser classificadas quanto aos objetivos, à coleta e ao exame dos dados e à amplitude dos resultados (COLLIS; HUSSEY, 2005). Quanto aos objetivos da pesquisa, o estudo classifica-se como descritivo, pois busca, *a priori*, caracterizar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* – gerenciamento de resultados contábeis e divulgação de resultados pro forma – e a conexão política das empresas brasileiras, descrevendo, inclusive, a relação entre os constructos.

Com relação aos procedimentos adotados, ou à abordagem ao problema, a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, utilizando-se de instrumentos estatísticos no tratamento dos dados. Estes, por sua vez, têm fontes distintas e serão coletados na base de dados do *Compustat*® e no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE). Por conta da natureza das variáveis do estudo, a pesquisa também se classifica como documental, uma vez que se utilizam documentos como fonte de dados, informações e evidências, que não foram tratados analiticamente, como as demonstrações financeiras e os formulários de referência.

Quanto à amplitude dos resultados, as evidências desta pesquisa se limitam às empresas brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (doravante B3), restringindo-se a uma análise temporal entre 2010 e 2017, que incorpora quatro pleitos eleitorais e o período após a exigência das IFRS. Apesar dessa limitação, os resultados da pesquisa podem ser comparados com os achados de outros estudos e equiparados aos estudos desenvolvidos em mercados

emergentes, permitindo compreender o efeito da conexão política no comportamento discricionário do gestor na estratégia de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

### 3.2 AMOSTRA E DADOS

A população da pesquisa é representada por todas as empresas de capital aberto listadas na B3. Para a construção da amostra, foram consideradas apenas as informações disponíveis nas bases de dados durante o período entre 2010 e 2017, que incorpora dois pleitos eleitorais majoritários para os cargos de Presidente, Governador, Senador e Deputado Federal e Estadual/Distrital (2010 e 2014) e dois pleitos eleitorais minoritários para os cargos de Prefeito, Vice-prefeito e Vereador (2012 e 2016). A população do estudo compreende 513 empresas listadas na B3, totalizando 4.104 observações.

Foram excluídas, do conjunto amostral, as empresas financeiras, por se distinguirem das demais firmas, por apresentarem diferentes regras contábeis, características operacionais e atividades de alavancagem (GE; KIM, 2013). Além disso, a estimação dos *accruals* discricionários nessas empresas pode ser problemática (ZANG, 2012). Tal procedimento tem sido adotado por alguns autores (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN et al., 2008). Foram excluídas ainda as empresas de setores regulados, apenas para a variável de conexão política via doação às campanhas eleitorais (ver subseção 3.3.2). Esse procedimento está associado ao fato de que, conforme determina a Lei Eleitoral nº 9.504, de 30 de setembro de 1997, art. 24, as empresas reguladas – permissionárias e concessionárias de serviços públicos – são impedidas de realizar doações às campanhas eleitorais. Além disso, algumas empresas com dados faltantes, necessários para o cálculo das variáveis, ficaram impossibilitadas de compor a análise. A Tabela 1 apresenta a composição final da amostra deste estudo a partir do setor (Painel A) e a partir do período analisado (Painel B).

Tabela 1 – Composição da amostra a partir da conexão política

Painel A - Distribuição da amostra por setor						
Setores <sup>(a)</sup>	Existência de conexão política					
	Não	(%)	Sim	(%)	Total	(%)
Energia	50	2,84	22	3,58	72	3,03
Materiais	156	8,87	84	13,66	240	10,11
Manufatura	293	16,67	79	12,85	372	15,68
Bens duráveis	385	21,90	123	20,00	508	21,41
Bens não duráveis	114	6,48	59	9,59	173	7,29

Saúde	78	4,44	23	3,74	101	4,26
Financeiro <sup>(b)</sup>	250	14,22	71	11,54	321	13,53
Tecnologia da informação	36	2,05	12	1,95	48	2,02
Telecomunicações	55	3,13	12	1,95	67	2,82
Utilidade pública <sup>(c)</sup>	238	13,54	105	17,07	343	14,45
Outros	103	5,86	25	4,07	128	5,39
<b>Total</b>	<b>1758</b>	<b>74,08</b>	<b>615</b>	<b>25,92</b>	<b>2373</b>	<b>100,00</b>

**Painel B - Distribuição da amostra por período**

Período	Existência de conexão política					
	Não	(%)	Sim	(%)	Total	(%)
2010	138	7,85	153	24,88	291	12,26
2011	264	15,02	30	4,88	294	12,39
2012	172	9,78	123	20,00	295	12,43
2013	265	15,07	32	5,20	297	12,52
2014	164	9,33	133	21,63	297	12,52
2015	276	15,70	23	3,74	299	12,60
2016	200	11,38	100	16,26	300	12,64
2017	279	15,87	21	3,41	300	12,64
<b>Total</b>	<b>1758</b>	<b>74,58</b>	<b>615</b>	<b>25,92</b>	<b>2373</b>	<b>100,00</b>

**Nota:** (a) Para identificação dos subsetores que compõem os setores econômicos expostos acima, verificar o website (<https://www.msci.com/gics>) que contém a classificação Global Industry Classification Standard (GICS®), amplamente utilizado em estudos mundiais. (b) Para a análise dos dados do estudo, foram excluídas as empresas do setor financeiro, contudo convém destacar o quantitativo de empresas do setor que apresentaram conexão política. (c) Para as análises que envolveram a existência de conexão, via doação de campanha, as empresas do setor de utilidade pública foram excluídas.

**Fonte:** Elaboração própria.

Os dados relativos à conexão política foram coletados em diferentes bases. Para a variável de conexão política, via estrutura de governança e de doação de campanha, os dados foram coletados manualmente no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE), utilizando o Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) das empresas e o Cadastro de Pessoa Física (CPF) dos conselheiros (de administração e fiscais) e dos gestores. Em relação à variável de conexão política, via estrutura de propriedade (governo como acionista), buscou-se as informações na base de dados do *Economática*®.

Parte representativa dos estudos internacionais obtêm os dados da divulgação dos resultados pro forma a partir dos comunicados de imprensa (*press releases*) ou dos relatórios anuais (BANSAL; SEETHARAMAN; WANG, 2013; BHATTACHARYA et al., 2007; BLACK et al., 2017; HITZ, 2010; MILLER, 2009). Seguindo a relevância dada pelos gestores à medida EBITDA, identificada, inclusive, no levantamento realizado pela KPMG (2016), optou-se por utilizá-la. Os dados relativos às medidas pro forma foram obtidas nos formulários de referência, cuja exigência teve início em 2010.

Por sua vez, os dados relativos às medidas de gerenciamento de resultados (por *accruals* e por decisões operacionais) e às variáveis de controle foram obtidos na base de dados do *Compustat*®. Os dados relativos à previsão e consenso dos analistas, para mensuração dos incentivos, também foram coletados na base de dados do *Compustat*®.

### 3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

#### 3.3.1 Gerenciamento de percepções

As estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* podem ser tipificadas em gerenciamento de resultados contábeis – por *accruals* e por decisões operacionais – e em divulgação voluntária de resultados pro forma (BLACK et al., 2017). Abaixo, segue os procedimentos para estimação do gerenciamento de resultados e o cálculo das métricas de divulgação de resultados pro forma.

##### 3.3.1.1 Resultados pro forma

Diversos estudos examinam os incentivos (por exemplo, informatividade ou oportunismo) que motivam as escolhas dos gestores para reportar resultados pro forma (BHATTACHARYA et al., 2003; BROWN; SIVAKUMAR, 2003; GU; CHEN, 2004). No entanto, um dos principais desafios enfrentados nesses trabalhos se refere à limitação de dados, que dificulta a atribuição de números reportados diretamente pelos gestores (BENTLEY et al., 2018). Aliado a isso, a discricionariedade do gestor, diante da existência de um rol de itens ajustáveis nas medidas pro forma, dificulta com maior intensidade a determinação de uma medida única de pro forma.

A literatura tem utilizado diferentes *proxies* para os resultados pro forma. Parte dos estudos categorizam a divulgação de resultados pro forma como variável *dummy*, atribuindo valor “1” para a empresa que divulga resultado pro forma e “0”, caso contrário (BLACK et al., 2017; HEFLIN; HSU, 2008; SHIAH-HOU; TENG, 2016). Outras pesquisas, por sua vez, categorizam a divulgação de resultados pro forma quanto à ênfase dada pelos gestores nos relatórios (CAMPBELL; LÓPEZ, 2010) e quanto ao conteúdo informacional dos resultados pro forma (ZHANG; ZHENG, 2011). Por fim, algumas pesquisas utilizam medidas específicas divulgadas pelas empresas, baseadas em receitas ou em lucros, como, por exemplo, o EBITDA, o lucro (a receita) operacional ajustado(a) e o lucro por ação ajustado (BHATTACHARYA et



al., 2003; BLACK et al., 2017; BROWN; CHRISTENSEN; ELLIOTT, 2012; CORMIER; LAPOINTE-ANTUNES; MAGNAN, 2011). Convém destacar que, geralmente, tais medidas são obtidas através de coleta manual de dados em relatórios não auditados das empresas.

Um estudo realizado pela empresa de auditoria KPMG (2016) identificou que a medida pro forma mais utilizada pelas empresas brasileiras foi o LA JIDA (em inglês EBITDA) – lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization*). No referido estudo, foi identificado que 77% das empresas da amostra, através dos seus canais de comunicação, divulgaram essa medida para os *stakeholders*. Evidências empíricas com empresas brasileiras e europeias convergem para esse resultado (CORMIER; LAPOINTE-ANTUNES; MAGNAN, 2011; ISIDRO; MARQUES, 2013; MACHADO; SANTOS, 2004; MARQUES, 2006). Neste estudo, sob essas conjecturas, utiliza-se o EBITDA como medida de resultado pro forma nas empresas brasileiras.

Convém destacar novamente que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamentou a mensuração do LAJIDA (EBITDA) e LAJIR (EBIT), através da Instrução CVM nº. 527/12. Embora o normativo regule a divulgação do EBITDA, o mesmo deixa margem às empresas para a divulgação de uma medida de EBITDA ajustado. Em razão disso, após a publicação da referida instrução, apenas as medidas de EBITDA ajustado serão consideradas como resultados pro forma. Anteriormente à publicação do normativo, todas as medidas de EBITDA foram consideradas como pro forma.

Diversos estudos têm utilizado a diferença entre o resultado pro forma e o resultado contábil imediatamente comparável (ALLEE et al., 2007; AUBERT; GRUDNITSKI, 2014; ELLIOTT, 2006; MARQUES, 2010; ZHANG; ZHENG, 2011) para identificar a magnitude das inclusões/exclusões realizadas pelos gestores (BENTLEY et al., 2018; ELSHAFIE; YEN; YU, 2010; MILLER, 2009). Para esse fim, esta tese compara o EBITDA regulado com o EBITDA ajustado, bem como compara o EBITDA ajustado com o lucro líquido, como medida imediatamente comparável.

Sendo assim, utiliza-se os valores relativos à medida EBITDA (2010-2012) ou EBITDA ajustado (2012-2018). Dessa forma, espera-se que a conexão política esteja relacionada com as medidas de resultado pro forma, e estas, por sua vez, sejam capazes de gerenciar a percepção dos *stakeholders* (BLACK et al., 2017). Todas as medidas do Quadro 1 foram identificadas e calculadas por empresa (*i*) e por ano (*t*).

Quadro 1 – Descrição das variáveis contábeis e de resultados pro forma

Variável	Definição	Proxy
<i>EBREG</i>	EBITDA regulado, calculado conforme a Instrução CVM n°. 527/12.	Lucro Antes dos Juros, Impostos sobre Renda incluindo Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, Depreciação e Amortização, dividido pela quantidade de ações.
<i>EBAJU</i>	EBITDA ajustado (pro forma), determinado sem padrão específico.	EBITDA ajustado, divulgado pelas empresas nas divulgações de resultados anuais das empresas, dividido pela quantidade de ações.
<i>DIFEBITDA<sup>(a)</sup></i>	Representa a magnitude da inclusão/exclusão em relação às medidas de EBITDA.	Diferença entre o EBITDA ajustado e o EBITDA regulado, dividido pela quantidade de ações.
<i>DIFLUCRO<sup>(a)</sup></i>	Representa a magnitude da inclusão/exclusão entre o EBITDA ajustado e o Lucro Líquido.	Diferença entre o EBITDA ajustado e o Lucro Líquido, dividido pela quantidade de ações.

**Nota:** (a) representa as variáveis utilizadas na análise de sensibilidade, a fim de verificar o nível de agressividade da divulgação de resultados pro forma pelas empresas brasileiras.

**Fonte:** Elaboração própria.

### 3.3.1.2 Gerenciamento de resultados através dos *accruals* discricionários

Esta pesquisa utiliza os *accruals* discricionários como *proxy* para gerenciamento de resultados contábeis (*GRA*). Embora a literatura exponha diversos modelos para estimá-los, este estudo utiliza o modelo proposto por Dechow et al. (2012), que fornece uma versão ajustada do modelo de Jones Modificado, que considera a reversão dos *accruals* totais de um período para o outro. Normalmente, os modelos propostos de estimação dos *accruals* para a detecção do gerenciamento de resultados são calculados seguindo três etapas: (i) estimação dos parâmetros da regressão para os *accruals* totais; (ii) cálculo dos *accruals* não-discricionários identificados nos parâmetros estimados na primeira etapa; e (iii) obtenção dos *accruals* discricionários através da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não-discricionários.

Desse modo, para a determinar o valor dos *accruals* discricionários, realiza-se, inicialmente, a estimação *accruals* totais, calculados a partir dos dados disponíveis na Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC). Optou-se por essa abordagem em razão do período de análise, já que o período incorpora a obrigatoriedade da divulgação da DFC, conforme a Lei n°. 11.638/2007. Os *accruals* totais – segundo a abordagem de fluxo de caixa – são calculados a partir da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional, ponderados pelo ativo total em  $t-1$ , conforme Equação 1. Esta abordagem evita, inclusive, a possibilidade de resultados enviesados, além da simplicidade e da menor probabilidade de erros em sua mensuração.

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

Em que:

$TA_{it}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$LL_{it}$  = lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$FCO_{it}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no período  $t$ ; e

$AT_{it-1}$  = ativos totais da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

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

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 (\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_3 (PPE_{it}) + \beta_4 (TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

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

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

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

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

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

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

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão; e

$\alpha, \beta_{1-4}$  = coeficiente estimados na regressão.

Os *accruals* totais, variável dependente do modelo de Dechow et al. (2012), são divididos em discricionários e não discricionários. Enquanto os *accruals* discricionários são

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

### 3.3.1.3 Gerenciamento de resultados através das decisões operacionais

Para a análise do gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRR), foram aplicados os modelos propostos por Roychowdhury (2006), que mensuram os níveis anormais de atividades de uma empresa, através dos níveis anormais dos custos de produção (*GRR\_PRO*), dos níveis anormais de despesas discricionárias (*GRR\_DIS*) e dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações (*GRR\_FCO*). De modo geral, os coeficientes estimam os níveis normais de atividades de uma empresa, enquanto que o comportamento anormal é identificado através do erro de estimação do modelo (ROYCHOWDHURY, 2006).

A primeira medida de gerenciamento de resultados estima o nível anormal dos *GRR\_PRO*, resultante da combinação da estimação dos custos das mercadorias vendidas e das variações no estoque. As empresas podem reportar um maior nível de produção ao sobreproduzir seu estoque, o que levaria a um menor custo fixo por unidade, considerando ainda a possibilidade de os custos de produção serem afetados pelas escolhas contábeis (PAULO, 2007). Desse modo, os custos de produção foram estimados de acordo com a Equação 3:

$$GRR\_PRO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 R_{it} + \beta_2 \Delta R_{it} + \beta_3 \Delta R_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

*GRR\_PRO<sub>it</sub>* = custos de produção da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais do final do período *t-1*;

*A<sub>it-1</sub>* = ativos totais da empresa *i* no período *t-1*;

*R<sub>it</sub>* = receitas líquidas da empresa *i* no período *t*, ponderada pelos ativos totais do final do período *t-1*;

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

- $\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t-2$  para o período  $t-1$ , ponderada pelos ativos totais do final do período  $t-1$ ;
- $\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;
- $\alpha_0, \beta_{1-3}$  = coeficientes estimados da regressão.

A segunda métrica de gerenciamento de resultados mede o nível anormal de  $GRR\_DIS$ , que iguala o nível real ao nível estimado de despesas discricionárias. As despesas discricionárias incluem despesas de vendas, gerais e administrativas. Nesse sentido, as empresas podem optar por reduzir gastos discricionários para ocultar temporariamente seus ganhos, uma vez que essas despesas normalmente não geram receitas imediatas. A estimação do comportamento anormal das despesas discricionárias é obtida através da Equação 4:

$$GRR\_DIS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que:

- $GRR\_DIS_{it}$  = despesas operacionais da empresa  $i$  no período  $t$ , ponderados pelos ativos totais do final do período  $t-1$ ;
- $A_{it-1}$  = ativos totais da empresa  $i$  no período  $t-1$ ;
- $R_{it}$  = receitas líquidas da empresa  $i$  no período  $t$ , ponderada pelos ativos totais do final do período  $t-1$ ;
- $\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;
- $\alpha_{0-1}, \beta_1$  = coeficientes estimados da regressão.

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

$$GRR\_FCO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 R_{it} + \beta_2 \Delta R_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Em que:

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

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

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

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

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;

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

Para encontrar o comportamento anormal dos custos de produção, das despesas discricionárias e do fluxo de caixa operacional, foram estimados os parâmetros nos modelos dispostos nas Equações 3, 4 e 5, sendo observados os erros das regressões. Seguindo Braam et al. (2015) e Cohen e Zarowin (2010), optou-se pela construção de uma *proxy* de gerenciamento de resultados agregada, somando os erros das regressões ( $\varepsilon_{it}$ ) dos modelos acima (Equações 3, 4 e 5), a fim de capturar o efeito total do gerenciamento de resultados das decisões operacionais ( $GRR$ ). O gerenciamento de resultados por decisões operacionais agregado ( $GRR$ ) foi calculado conforme a seguinte equação:

$$GRR_{it} = (GRR\_FCO_{it} * -1) + GRR\_PRO_{it} + (GRR\_DIS_{it} * -1) \quad (6)$$

Nesta *proxy* de  $GRR$ , o resultado do comportamento anormal dos  $GRR\_FCO$  e das  $GRR\_DIS$  foi multiplicado por -1. Esse procedimento se justifica, pois quanto maiores essas *proxies*, mais provável é que a empresa esteja envolvida na manipulação de vendas e na redução de despesas discricionárias (COHEN; ZAROWIN, 2010). Os modelos de gerenciamento de resultados por *accruals* (Equações 2) e por decisões operacionais (Equações 3, 4 e 5) foram estimados através de regressões do tipo *pooling* por setor econômico e por ano, seguindo uma sugestão e aplicação de Zang (2012). Optou-se por classificar as empresas nos setores conforme classificação *Global Industry Classification Standard* (GICS).

### 3.3.1.4 Custos associados às práticas de gerenciamento de percepções

Conforme mencionado anteriormente, os gestores têm um menu de opções a partir do qual podem escolher com a finalidade de influenciar a percepção dos *stakeholders*, e a escolha do método depende da relação entre os custos e benefícios relativos a cada opção do menu (BLACK et al., 2017). Normalmente, a prática de gerenciamento de percepções tem a finalidade de atender a determinadas metas de lucro (BENTLEY et al., 2018; BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; MATSUMOTO, 2002). Nesse sentido, quando o gestor determina a ferramenta de gerenciamento de percepções, cada escolha está associada a um conjunto de custos (BADERTSCHER, 2011; COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012).

De início, alguns autores destacam que as ferramentas de gerenciamento de percepções relacionadas à divulgação de resultados pro forma apresentam formas relativamente sem custo (BLACK et al., 2017). Consistente com esse argumento, a literatura tem encontrado que os resultados pro forma são divulgados pelos gestores, quando as medidas contábeis são insuficientes para atingir as metas de lucro (BLACK; CHRISTENSEN, 2009; DOYLE; JENNINGS; SOLIMAN, 2013). Considerando o exposto e em razão da limitação de variáveis que capturem seu custo, este estudo não aplica os custos à divulgação de resultados pro forma.

Em relação ao gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais, a literatura tem analisado o *trade-off* entre essas estratégias, associando as escolhas dos gestores baseadas nos custos de cada ferramenta. Os custos aplicados às estratégias de gerenciamento de resultados foram fundamentados no estudo de Zang (2012). Ressalta-se que as variáveis relacionadas ao custo foram adaptadas em razão às limitações de dados e ao mercado analisado. Os custos associados ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais são: participação de mercado (*MER*), saúde financeira (*FIN*), propriedade institucional (*INS*) e taxa marginal de imposto (*TMI*). Por sua vez, os custos associados ao gerenciamento por *accruals* são: auditoria (*AUD*), ativo operacional líquido (*AOL*) e ciclo operacional (*OPE*).

A participação de mercado (*MER*) captura o inverso dos custos do gerenciamento por decisões operacionais, realizando a proporção das vendas da empresa com as vendas do setor. Para esta pesquisa, os setores foram classificados conforme a classificação da *Global Industry Classification* (GIC). Zang (2012) utiliza, como *proxy* para saúde financeira, a métrica Z-score de Altman; todavia, se utiliza uma *proxy* que relaciona o fluxo de caixa operacional e o total de dívida. A propriedade institucional (*INST*) se refere ao percentual de ações detido por esse grupo de investidores (seguradoras, bancos, fundos de pensão etc.). A taxa marginal de imposto

(*TMI*) se refere à relação entre o imposto incidente sobre o lucro e a receita líquida. Maiores valores de *INST* e de *TMI* indicam maiores custos de gerenciamento por decisões operacionais. Embora Zang (2012) utilize as oito maiores empresas de auditoria, *BIG8*, este estudo utiliza apenas as quatro maiores (*BIG4*).

Em relação à segunda *proxy*, esta está associada às normas, que foram encontradas para reduzir a possibilidade de gerenciar resultados por escolhas contábeis (COHEN; DEY; LYS, 2008). Por fim, para medir a flexibilidade dos sistemas contábeis, as variáveis *AOL* e *OPE* identificam os ativos operacionais líquidos e o ciclo operacional da empresa, respectivamente (ZANG, 2012). A descrição das variáveis dos custos está apresentada no Quadro 2.

Quadro 2 – Descrição dos custos associados ao gerenciamento de resultados

<b>PAINEL A – Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais (GRR)</b>		
<b>Custos</b>	<b>Variável</b>	<b>Descrição/Cálculo</b>
Participação de mercado	$MER_{it-1}$	Representa a razão entre a receita líquida da empresa e a receita líquida do setor em que atua.
Saúde financeira	$FIN_{it-1}$	Mensurada a partir da divisão entre o fluxo de caixa operacional e o total das dívidas financeiras.
Propriedade institucional	$INST_{it-1}$	Representa a propriedade detida pelos investidores institucionais, medida através do percentual de ações.
Taxa marginal de imposto	$TMI_{it}$	Medida pela razão entre os impostos incidentes sobre o lucro e as receitas líquidas.
<b>PAINEL B – Gerenciamento de Resultados por Accruals (GRA)</b>		
<b>Custos</b>	<b>Variável</b>	<b>Descrição/Cálculo</b>
Auditoria	$AUD_{it}$	Variável <i>dummy</i> , atribuindo valor “1” para a empresa auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria e “0”, caso contrário.
Ativo líquido operacional	$AOL_{it-1}$	Representado pelo patrimônio líquido menos caixa e equivalente de caixa, somados ao total das dívidas da empresa.
Ciclo operacional	$OPE_{it-1}$	Computado como o logaritmo natural do prazo médio de: estocagem somados às contas a receber e subtraído às contas a pagar.

Fonte: Elaboração própria.

### 3.3.2 Conexão política

A literatura tem utilizado diferentes *proxies* para conexão política. Normalmente, a escolha é determinada em razão de características específicas de cada país e do objetivo delineado em cada pesquisa. Os estudos têm considerado as seguintes características como conexões políticas: (i) valor financeiro doado às contribuições de campanha (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008;



CORREIA, 2014; KIM; ZHANG, 2016); (ii) a presença de acionista e/ou de diretores com algum vínculo de proximidade ou amizade com o governo (BRAAM et al., 2015; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; FACCIO, 2006; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HASHMI; BRAHMANA; LAU, 2018; HUNG; KIM; LI, 2018); (iii) o governo como acionista da empresa (BREY et al., 2014; CULL et al., 2015; HUNG; KIM; LI, 2018; WU; JOHAN; RUI, 2016); (iv) o *lobby* exercido pelas empresas no governo (CORREIA, 2014; KIM; ZHANG, 2016); e (v) membros do sistema de governança e gestão, que mantêm ou mantiveram posição e/ou relação no governo (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; FACCIO, 2006).

Apesar da existência de diferentes métricas, a literatura internacional tem adotado, de forma notória, a *proxy* de conexão política proposta por Faccio (2006). A autora define uma empresa politicamente conectada quando:

pele menos um de seus maiores acionistas (qualquer um que controle, pelo menos, 10% das ações com direito a voto) ou um de seus principais executivos (CEO, presidente, vice-presidente, presidente ou secretário) for um membro do parlamento, ministro ou chefe de Estado, ou está intimamente relacionado com um político ou partido político (FACCIO, 2006, p. 370, *tradução livre*).

Para capturar o efeito da conexão política no gerenciamento de percepções, esta pesquisa, fundamentada no conceito de Faccio (2006), utiliza três *proxies* para conexão política: (1) através da estrutura de governança; (2) através da estrutura de propriedade; e (3) através às doações de campanha.

Para identificar a conexão política – via estrutura de governança – foi verificado se algum membro dos sistemas de governança (conselho de administração e conselho fiscal) e de gestão (diretoria executiva) das empresas teve candidatura a cargo eletivo no período entre 2010 e 2017. Esta medida permite verificar as relações personificadas entre o governo e os conselheiros/diretores, que são capazes de promover alterações nas políticas corporativas (BOUBAKRI; COSSET; SAFFAR, 2008; BREY et al., 2014; CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; DINÇ, 2005).

A presença de políticos e de ex-políticos nos conselhos e na diretoria executiva foi avaliada através de uma variável *dummy*. Se um dos membros dos sistemas de governança e de gestão (*CGOV*) foi candidato a cargo eletivo no período de análise, atribuiu-se “1”, caso contrário “0”. O resultado dessa variável demonstra o relacionamento dos integrantes do sistema de governança e de gestão com o governo e/ou instância política. Convém destacar que não foi avaliada a filiação partidária, uma vez que a filiação, no Brasil, é condição necessária

para ser candidato. Os nomes dos membros dos sistemas de governança e de gestão foram coletados nos formulários de referência, item 12.6/8. Após esse procedimento, foram verificadas suas respectivas candidaturas no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

Após o processo de privatização das companhias estatais brasileiras, a partir da década de 1990, o governo ampliou sua participação das firmas através da estrutura de propriedade (BREY et al., 2014), atuando como conector de aglomerações de empresas (LAZZARINI, 2011). Como resposta, o governo do Brasil aumentou sua participação no mercado de capitais, bem como majorou sua influência sobre as empresas brasileiras. Nesse sentido, a literatura tem exposto que o Governo como acionista tende a apresentar objetivos distintos das empresas privadas, priorizando aspectos políticos e sociais (HAY; SHLEIFER, 1998; THOMSEN; PEDERSEN, 2000). No Brasil, as pesquisas que utilizam a perspectiva do governo como acionista ainda são incipientes.

Enquanto que a literatura tem utilizado relações pessoais e de proximidade, bem como a doação de recursos financeiro às campanhas eleitorais, outros estudos têm utilizado a estrutura de propriedade do governo como conexão política (BREY et al., 2015; CULL et al., 2015; HUNG; KIM; LI, 2018; NOWLAN; JOHN, 2016; WU; JOHAN; RUI, 2016). Neste estudo, foi utilizada uma medida para conexão política, a partir da relação direta e indireta do governo como acionista da empresa. Caso o governo participe da estrutura de propriedade da empresa (CPRO), através das ações ordinárias (direta) ou participando por meio de empresas estatais e por fundos de pensão de empresas públicas ou estatais (indireta), atribui-se valor “1”, caso contrário valor “0”. Essa análise se mostra distinta, uma vez que a conexão política, através da propriedade estatal, representa um vínculo indireto da política no ambiente empresarial. Espera-se encontrar resultados consistentes da análise principal do estudo. Os dados referentes à essa análise foram obtidos na base de dados do *Economática*®.

Por fim, o valor monetário das contribuições de campanha representa a *proxy* mais objetiva em comparação com as demais (COSTA; BANDEIRA-DE-MELO; MARCON, 2013). Conforme alguns autores, as *proxies* de conexão política, atreladas às relações pessoais de proximidade e/ou amizade entre executivos/gestores e o governo, parecem ser vagas e não objetivas (BRAAM et al., 2015; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HUNG; KIM; LI, 2018), contudo, não invalida seu uso e aplicação.

Especificamente, as doações realizadas às campanhas representam uma forma de “comprar” a conexão política, uma vez que, através da doação, a empresa despense recursos na expectativa de maximizar retornos, sendo essa prática considerada como uma forma de investimento (COSTA; BANDEIRA-DE-MELO; MARCON, 2013). Nessa direção, a relação

clientelista é evidente quando a conexão política ocorre via doação de recursos financeiros e tais doações são utilizadas em troca de benefícios (in)diretos às empresas privadas (LAZZARINI, 2011).

Seguindo a literatura (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012; CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008; CORREIA, 2014; KIM; ZHANG, 2016), este trabalho utiliza a doação como conexão política (*CDOA*), adotando variável *dummy* caso algum valor monetário tenha sido doado, em reais, pelas empresas e/ou pelos diretores e membros dos conselhos às campanhas eleitorais majoritárias (federal/estadual/distrital) e minoritárias (municipal). Ressalta-se que parte dessa literatura tem utilizado variável *dummy* para classificar as conexões políticas (CORREIA, 2014; KIM; ZHANG, 2016). Para esta variável, os dados foram coletados diretamente no *website* do Tribunal Superior Eleitoral (TSE).

### 3.3.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram selecionadas seguindo estudos anteriores, a fim de controlar demais efeitos, que, além da conexão política, podem afetar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* e controlar efeitos nas variáveis independentes do estudo. Desse modo, as variáveis de controle da firma foram: tamanho, desempenho, vendas, alavancagem, auditoria e ADR. As variáveis de controle foram calculadas da seguinte forma:

$TAM_{it}$	= tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total da empresa $i$ no período $t$ ;
$ROA_{it}$	= lucro antes dos itens extraordinários da empresa $i$ no período $t$ , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$ ;
$VEN_{it}$	= diferença da receita líquida da empresa $i$ entre o período $t$ e o período $t-1$ , ponderado pelo período $t-1$ ;
$ALA_{it}$	= total de dívidas de curto e longo prazo da empresa $i$ no período $t$ , ponderado pelo total de ativos no final do período $t-1$ ;
$AUD_{it}$	= variável <i>dummy</i> , em que se atribui 1 (um) caso a empresa seja auditada por uma <i>Big Four</i> e 0 (zero), caso contrário;
$ADR_{it}$	= variável <i>dummy</i> , em que se atribui 1 (um) caso a empresa $i$ emita <i>American Depositary Receipt</i> e 0 (zero), caso contrário.

Notadamente, a literatura tem encontrado evidências de que o tamanho (*TAM*) da empresa afeta o comportamento discricionário do gestor, reduzindo a prática de gerenciamento de resultados (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016). Esses resultados convergem com a teoria dos custos políticos (WATTS; ZIMMERMAN, 1978), em que empresas maiores estão mais expostas no mercado de capitais e a prática de gerenciamento de resultados é desestimulada em razão do seu custo político associado. No Brasil, as pesquisas mostram resultados divergentes acerca do efeito do tamanho da empresa no gerenciamento de resultados (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017; CUNHA; PICCOLI, 2017). Essa divergência pode estar associada ao uso de diferentes técnicas e a procedimentos adotados, bem como em razão do tamanho da amostra do estudo.

Nesta pesquisa, optou-se pelo retorno sobre os ativos (*ROA*), como *proxy* para o desempenho, medida comumente utilizada nos estudos sobre gerenciamento de percepções (ATTIA; LASSOUED; ATTIA, 2016; BRAAM et al., 2015; DING; LI; WU, 2018; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; JACOBY; LI; LIU, 2016). Evidências empíricas internacionais (ABERNATHY; BEYER; RAPLEY, 2014; HASHMI; BRAHMANA; LAU, 2018) e nacionais (BARROS; SOARES; LIMA, 2013) mostram que há uma relação negativa entre o desempenho e o gerenciamento de resultados. Essa configuração deve-se ao fato de que o ROA é determinado a partir do lucro e, considerando a possibilidade de reversão dos *accruals*, o lucro pode aumentar ou reduzir o resultado de uma empresa.

Em alguns estudos sobre gerenciamento de resultados e conexão política, os autores têm utilizado o crescimento das vendas como variável de controle (CHEN; WARFIELD, 2005; FAN; WONG; ZHANG, 2007; IPINO; PARBONETTI, 2017; RICHARDSON et al., 2005). Esses estudos têm encontrado evidências de que o crescimento das vendas (*VEN*) tem efeito diverso na prática de gerenciamento de percepções através do gerenciamento de resultados (por *accruals* e por decisões operacionais) e da divulgação de resultados pro forma.

Diversas pesquisas têm encontrado evidências de que a variável alavancagem (*ALA*), mensurada através da relação entre as dívidas e o total de ativos, afeta positivamente o gerenciamento de resultados das empresas (BEKIRIS; DOUKAKIS, 2011; DEFOND; JIAMBALVO, 1994), embora outros trabalhos tenham encontrado relação contrária (AHARONY; LIN; LOEB, 1993; COELHO; LOPES, 2007). A relação positiva deve-se ao fato de que empresas que enfrentam restrições ou dificuldades financeiras têm um incentivo para ajustar os lucros para cima, a fim de evitar uma perda potencial de divulgação de um problema financeiro. Por outro lado, empresas altamente endividadas podem ser menos capazes de

praticar o gerenciamento de resultados porque estão sob controle rigoroso dos credores (PARK; SHIN, 2004).

Pesquisas têm indicado que a auditoria representa um fator capaz de inibir a prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. A literatura tem indicado que a experiência, a independência e as atividades do comitê de auditoria (*AUD*) da empresa têm um efeito negativo no gerenciamento de resultados (BECKER et al., 2003; BEDARD; CHTOUROU; COURTEAU, 2004; KLEIN, 2002), assim como empresas auditadas por *Big Four* têm menor probabilidade de gerenciar os resultados contábeis (IPINO; PARBONETTI, 2017; KUO; CHANG; YU, 2013) e divulgam menos informações pro forma oportunistas (AUBERT, 2010).

Notadamente, a literatura identifica que empresas que emitem *American Depositary Receipt* (ADR) apresentam qualidade informacional superior, quando comparadas com as demais empresas, sugerindo o baixo nível de gerenciamento de resultados contábeis (MALONE, TARCA; WEE, 2016; RODRIGUES; PAULO; CARVALHO, 2007). Contudo, alguns autores não identificaram diferença estatística entre os níveis de gerenciamento de resultados entre as empresas emittentes de ADR e as demais. Outros, por sua vez, encontraram um efeito positivo da emissão de ADR na prática de divulgação voluntária de resultados pro forma, *proxy* para gerenciamento de percepções (MALONE; TARCA; WEE, 2016).

Fundamentado na literatura acima, sobre gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, apresenta-se o Quadro 3, que ilustra as variáveis de controle, sua fundamentação e o sinal esperado no modelo. Portanto, fundamentado nesses estudos, espera-se que os efeitos das variáveis de controle no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* ocorram conforme demonstrado no Quadro 3.

Quadro 3 – Descrição e fundamentação das variáveis de controle

Variável	Fundamentação	Relação esperada
<i>TAM</i>	Watts e Zimmerman (1978), Attia, Lassoued e Attia (2016) e Harymawan e Nowland (2016).	–
<i>ROA</i>	Barros, Soares e Lima (2013), Abernathy, Beyer e Rapley (2014), Braam et al. (2015), Jacoby, Li e Liu (2016) e Ding, Li e Wu (2018).	+
<i>VEN</i>	Chen e Warfield (2005), Fan, Wong e Zhang (2007), Ipino e Parbonetti (2017) e Richardson et al. (2005)	?
<i>ALA</i>	Aharony, Lin e Loeb (1993), DeFond e Jiambalvo (1994) e Park e Shin (2004).	+
<i>AUD</i>	Klein (2002), Becker et al. (2003), Bedard, Chtourou e Courteou (2004), Aubert (2010) e Ipino e Parbonetti (2017).	–
<i>ADR</i>	Malone, Tarca e Wee (2016), Rodrigues, Paulo e Carvalho (2007).	+

Fonte: Elaboração própria.

Além disso, variáveis macroeconômicas foram utilizadas a fim de capturar o efeito das possíveis mudanças macroeconômicas em períodos eleitorais. Três diferentes variáveis macroeconômicas são estudadas durante o período de análise, a saber: taxa de inflação (*INF*), variação do produto interno bruto (*PIB*) e taxa de câmbio (*CAM*) (DINÇ, 2005; NONNENBERG; MENDONÇA, 2005; SILVA et al., 2018; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014).

A taxa de inflação (*INF*) representa a taxa de variação anual dos preços em percentual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A variação do produto interno bruto (*PIB*), por sua vez, indica a variação do valor nominal dos bens e serviços produzidos no país entre o período  $t$  e  $t-1$ . Por fim, a taxa de câmbio (*CAM*) expressa o valor da moeda brasileira (R\$) em relação à moeda dos Estados Unidos da América (US\$). Os dados relativos à *INF* e ao *PIB* foram coletados na base de dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), enquanto os dados relativos à taxa de câmbio foram coletados na base de dados do Banco Central do Brasil (BCB).

### 3.4 MODELO E ANÁLISE DOS DADOS

#### 3.4.1 O efeito da conexão política no gerenciamento de percepções

Este estudo tem o objetivo geral de investigar a influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* em companhias abertas brasileiras. Diante disso, esta pesquisa baseia-se, inicialmente, no modelo de McNichols e Wilson (1988) para detectar o gerenciamento de resultados, conforme Equação 7.

$$DA_{it} = \alpha + \beta(PART)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Em que:

$DA_{it}$  = *accruals* discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$PART_{it}$  = fatores que motivam o gerenciamento dos *accruals* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;

A variável *PART* representa os incentivos que direcionam os gestores a se engajarem em práticas de gerenciamento de percepções. Segundo a literatura, diferentes incentivos

direcionam a tais práticas. Contudo, nesse estudo, partimos da premissa de que os incentivos geralmente têm o intuito de atingir certas metas de lucro, como, por exemplo, atender ou superar às previsões dos analistas, evitar divulgar perdas e manter desempenho constante (BLACK et al., 2017; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999; MOTA, 2018; ZANG, 2012). Seguindo essa literatura, as empresas são consideradas suspeitas para gerenciar a percepção dos *stakeholders*, quando apresentarem, pelo menos, uma das seguintes características:

$ANALYST_{it}$  = Variável *dummy* para empresas que atingiram ou superaram o consenso dos analistas de mercado, atribuindo valor “1” quando o lucro por ação dos analistas de mercado para o período  $t$  estiver entre 0,00 e 0,03 e valor “0”, caso contrário.

$PROFIT_{it}$  = Variável *dummy* para empresas que evitaram divulgar perdas, reportando lucros próximos a zero, sendo atribuído valor “1” quando o lucro antes dos juros e impostos, ponderado pelo ativo total, no início do período  $t$  estiver entre 0,00 e 0,01 e valor “0”, caso contrário.

$SUSPERF_{it}$  = Variável *dummy* para empresas que buscam manter o lucro reportado em período anterior, sendo atribuído valor “1” se a variação do lucro por ação do período  $t-1$  para o período  $t$  estiver entre 0,00 e 0,02 e valor “0”, caso contrário.

Partindo desse modelo, Paulo (2007) propõe um ajustamento, incluindo outros fatores considerados relevantes que afetam o gerenciamento de resultados por *accruals*, conforme descreve a Equação 8.

$$DA_{it} = \alpha + \beta(PART)_{it} + \sum_{k=1}^k \gamma_k X_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Em que:

$DA_{it}$  = *accruals* discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$PART_{it}$  = fatores que motivam o gerenciamento por *accruals* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$X_{it}$  = outros fatores que influenciam o comportamento dos *accruals* discricionários da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;

O componente  $X_{kt}$ , que representa outros fatores que afetam também o comportamento dos *accruals* discricionários, são constituídos, nesse estudo, pelas variáveis de controle e as variáveis econômicas. Aliado a estes, o presente estudo defende que a conexão política também representa um fator capaz de influenciar a relação entre os incentivos e o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Fundamentando-se nos modelos-base propostos por McNichols e Wilson (1988) e por Paulo (2007), o modelo geral que descreve a relação entre o gerenciamento de percepções e a conexão política é:

$$GP_{it} = \alpha + \beta_1 SUSP_{it} + \beta_2 CONEX_{it} + \sum_{i=3}^{12} \beta_i CONT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Em que:

- $GP_{it}$  = gerenciamento de resultados por *accruals*, por decisões operacionais e resultados pro forma da empresa  $i$  no período  $t$ ;
- $SUSP_{it}$  = variável *dummy* para as empresas suspeitas  $i$  no período  $t$  de atingir ou superar as metas de lucro;
- $CONEX_{it}$  = conexão política através da estrutura de governança, de propriedade e da doação às campanhas eleitorais da empresa  $i$  no período  $t$ ;
- $\Sigma CONT_{it}$  = variáveis de controle da empresa  $i$  no período  $t$ ;
- $\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;
- $\alpha, \beta_{1-12}$  = coeficientes estimados na regressão.

Para testar as hipóteses de que a conexão política afeta o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* ( $H_{1a}$ ,  $H_{1b}$  e  $H_2$ ), foram adotados alguns procedimentos. Inicialmente, buscou-se identificar a relação entre o incentivo e cada estratégia de gerenciamento de percepções. Posteriormente, verificou-se a relação entre cada estratégia de gerenciamento de percepções, seus incentivos e a conexão política. Finalmente, analisa-se a relação de cada incentivo e de cada estratégia de gerenciamento de percepções, adicionando ao modelo uma variável de interação entre o incentivo e a conexão política, conforme o modelo seguinte:



$$\begin{aligned}
GP_{it} = & \alpha + \beta_1 SUSP_{it} + \beta_2 CONEX_{it} + \beta_3 SUSP * CONEX_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
& + \beta_6 VEN_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} INF_{it} + \beta_{11} PIB_{it} \quad (10) \\
& + \beta_{12} CAM_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Os modelos são estimados em painel, utilizando erros robustos. Para tanto, serão realizados os testes de *Lagrange Multiplier* (LM) de Breusch-Pagan e o teste de Hausman, para identificar a melhor abordagem para a representação dos dados na análise de regressão múltipla, bem como os testes de White (para heterocedasticidade), *Variance Inflation Factor* (para multicolinearidade) e Wooldridge (para autocorrelação dos resíduos).

### 3.4.2 *Trade-off* do gerenciamento de percepções a partir da conexão política

A análise do *trade-off* e da preferência do gerenciamento de percepções a partir da conexão política baseia-se nos estudos de Braam et al. (2015) e Black et al. (2017), respectivamente. Braam et al. (2015) investiga a existência de diferença entre as estratégias de gerenciamento por *accruals* e por decisões operacionais nas empresas conectadas em relação às demais. Estende-se essa abordagem, incluindo os resultados pro forma, como estratégia de gerenciamento de percepções. Noutro turno, Black et al. (2017) investiga a preferência dos gestores para gerenciar a percepção dos *stakeholders* a fim de atender a certas metas de lucros. Propõe-se, neste estudo, que as preferências do gerenciamento de percepções podem diferir a partir das conexões políticas.

Desse modo, para testar a hipótese de escolha entre as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (por *accruals*, por decisões operacionais e resultados pro forma), apresentam-se os seguintes modelos:

$$\begin{aligned}
GRR_{it} = & \alpha + \beta_1 GRA_{it} + \beta_2 CONEX_{it} + \beta_3 GRA * CONEX_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
& + \beta_6 VEN_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} INF_{it} + \beta_{11} PIB_{it} \quad (11) \\
& + \beta_{12} CAM_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
GRR_{it} = & \alpha + \beta_1 EB\_DUM_{it} + \beta_2 CONEX_{it} + \beta_3 EB\_DUM * CONEX_{it} + \beta_4 TAM_{it} \\
& + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 VEN_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} INF_{it} \quad (12) \\
& + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} CAM_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
GRA_{it} = & \alpha + \beta_1 EB\_DUM_{it} + \beta_2 CONEX_{it} + \beta_3 EB\_DUM * CONEX_{it} + \beta_4 TAM_{it} \\
& + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 VEN_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} INF_{it} \quad (13) \\
& + \beta_{11} PIB_{it} + \beta_{12} CAM_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Os modelos acima testam apenas a existência de substituição entre as estratégias de gerenciamento de percepções, não medindo o nível de intensidade entre as técnicas de gerenciamento. Para que a relação de substituição ocorra nas empresas politicamente conectadas, é esperado uma relação significativa entre as variáveis interativas e a variável dependente.

Conforme Black et al. (2017), os testes são realizados para examinar situações em que os gestores revelam suas preferências entre o resultado não gerenciado e o resultado gerenciado (por *accruals*, por decisões operacionais e resultados pro forma). Inicialmente, para verificar se os gestores preferem reportar resultados não gerenciados ou preferem gerenciar a percepção dos *stakeholders*, estima-se o seguinte modelo:

$$\begin{aligned}
NGER_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 GRA_{it} + \beta_3 EB\_DUM_{it} + \beta_4 NGER\_RES_{it} + CUSTOS_{it} \quad (14) \\
& + CONT_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

Em que:

$NGER_{it}$  = variável *dummy*, codificada como “1” se a empresa atender ou superar as expectativas de lucro não gerenciadas ( $NGER\_RES_{it}$ ) em 0,01 centavo por ação ou menos e “0”, caso contrário;

$GRR_{it}$  = variável relativa ao gerenciamento de resultados por decisões operacionais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$GRA_{it}$  = variável relativa ao gerenciamento de resultados por *accruals* da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$EBDUM_{it}$  = variável *dummy*, codificada como “1” se a empresa divulgar medida ajustada de EBITDA e “0”, caso contrário para a empresa  $i$  no período  $t$ ;

$NGER\_RES_{it}$  = resultado não gerenciado, calculado como resultado contábil corrente por ação menos o gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais da por ação empresa  $i$  no período  $t$ ;

- $CUSTOS_{it}$  = variáveis relativas aos custos de se engajar em gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais da empresa *i* no período *t* (explanadas no Quadro 2);
- $CONT_{it}$  = variáveis de controle relativas às características da empresa *i* no período *t* (explanadas na Subseção 3.3.3);
- $\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;
- $\beta$ 's = coeficientes estimados na regressão.

A Equação 14 foi estimada utilizando regressão logística, aplicando erros robustos na análise. O próximo modelo estima o uso das ferramentas de gerenciamento de resultados para atender ou superar a previsão dos analistas, verificando se os gestores têm incentivos para divulgar resultados pro forma quando já gerenciam os resultados para atender às expectativas dos *stakeholders*. A Equação 15 estima esses resultados:

$$GER_{it} = \beta_0 + \beta_1 EB\_DUM_{it} + \beta_2 NGER\_RES_{it} + CUSTOS_{it} + CONTROLES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

Em que:

- $GER_{it}$  = variável *dummy*, codificada como “1” se (i) o resultado não gerenciado (*NGER\_RES*) está aquém das expectativas dos analistas e (ii) a empresa atende ou supera a previsão média de consenso de 0,01 centavo por ação ou menos depois de incluir os efeitos do *GRR* e *GRA* e “0”, caso contrário.

As demais variáveis foram previamente estabelecidas. A Equação 15 foi estimada utilizando regressão logística, aplicando erros robustos na análise. Em seguida, investiga-se a tendência de as empresas divulgarem resultados pro forma quando o gerenciamento de resultados simplesmente não atende às expectativas dos analistas. O objetivo consiste em focar nas empresas que já realizam a prática de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais e, mesmo adotando tal estratégia, ainda ficam aquém das expectativas dos analistas. Para testar essa relação, utiliza-se o modelo descrito abaixo (Equação 16):

$$MISS_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 GRA_{it} + \beta_3 EB\_DUM_{it} + \beta_4 NGER\_RES_{it} + CUSTOS_{it} + CONTROLES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

Em que:

$MISS_{it}$  = variável *dummy*, codificada como “1” se a empresa não atende as expectativas dos analistas em 0,05 centavos por ação ou menos e “0”, caso contrário.

As demais variáveis foram previamente estabelecidas. A Equação 16 é estimada utilizando regressão logística, aplicando erros robustos na análise. Finalmente, examina-se a relação direta entre os resultados pro forma e o gerenciamento de resultados. Para testar essas relações, utiliza-se o seguinte modelo (Equação 17):

$$EB\_DUM_{it} = \beta_0 + \beta_1 GRR_{it} + \beta_2 GRA_{it} + \beta_3 NGER\_RES_{it} + \beta_4 EB\_DUM_{it-1} + CUSTOS_{it} + CONTROLES_{it} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Todas as variáveis foram previamente estabelecidas. A Equação 17 será estimada utilizando regressão logística, aplicando erros robustos na análise. A partir desse conjunto de estimações, é possível identificar a preferência dos gestores no uso de diferentes estratégias de gerenciamento de percepções. Para a análise da preferência das práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (Equações 14, 15, 16 e 17), a amostra do estudo foi segregada em empresas politicamente conectadas e as demais.

### 3.4.3 Análise de sensibilidade

Nesta seção, são demonstrados os procedimentos das análises de robustez. Inicialmente, é investigada a magnitude das inclusões e/ou exclusões realizada pelos gestores como resultados pro forma, como uma medida de agressividade. Posteriormente, analisa-se o efeito da conexão política na divulgação de resultados pro forma a partir dos incentivos da divulgação voluntária – desenvolvimento do mercado de capitais, do risco de litígio e dos custos de propriedade – e a partir do nível de governança do país. Por fim, foi verificada a relação entre as variáveis, estimando os resultados através de regressão de dois estágios, objetivando minimizar algum efeito possível de viés de seleção.

#### 3.4.3.1 Gerenciamento de percepções agressivos

A literatura tem utilizado diferentes *proxies* para identificar práticas de gerenciamento de percepções agressivos ou oportunistas. Em relação aos resultados pro forma, os estudos têm defendido que a exclusão de itens não recorrentes dos resultados contábeis para exceder a previsão dos analistas é considerado uma medida de agressividade (BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BROWN; CHRISTENSEN; ELLIOTT, 2012).

Contudo, em razão de uma limitação de identificação dos itens excluídos dos resultados contábeis, foi utilizada a *proxy* proposta por Elshafie, Yen e Yu (2010). As variáveis são representadas pela diferença entre o EBITDA regulado e o EBITDA ajustado (*DIFEBITDA*), e a diferença entre o EBITDA ajustado e o lucro líquido (*DIFLUCRO*). Os cálculos foram apresentados no Quadro 1. As medidas pro forma agressivos/oportunistas foram substituídas nos modelos econométricos supra-apresentados, a fim de observar a existência de diferença na interferência da conexão política entre os incentivos e a prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

### 3.4.3.2 (Des)incentivos da divulgação voluntária

A análise dos (des)incentivos da divulgação voluntária é realizada apenas para testar a robustez da segunda hipótese (H<sub>2</sub>) do estudo. Conforme comentado anteriormente, as teorias da divulgação sugerem que as empresas têm maior probabilidade de fornecer informação voluntária, que inclui os resultados pro forma, quando têm maiores (i) incentivos no mercado de capitais, (ii) enfrentam maior risco de litígio e (iii) têm menor custo de propriedade (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

A eficiência do mercado de capitais é medida a partir da *proxy* disposta por *IMD World Competitiveness* (<https://worldcompetitiveness.imd.org/>), construída a partir de indicadores de produtividade e eficiência, mercado de trabalho, finanças, práticas gerenciais e atitudes e valores. Tal medida tem sido utilizada em outros trabalhos (EL GHOUL; GUEDHAMI; KIM, 2017; HUNG; KIM; LI, 2018). Para verificar se a eficiência do mercado de capitais afeta a divulgação de resultados pro forma, propõe-se o seguinte modelo:

$$\begin{aligned}
 PF_{it} = & \beta + \beta_1 CONEX_{it} + \beta_2 MKT_{it} + \beta_3 CONEX * MKT_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
 & + \beta_6 VEN_{it} + \beta_7 ALA_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} INF_{it} + \beta_{11} PIB_{it} \\
 & + \beta_{12} CAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (18)$$

Em que:

$PF_{it}$	= variáveis de resultados pro forma da empresa $i$ no período $t$ , apresentadas no Quadro 1;
$CONEX_{it}$	= variável <i>dummy</i> , atribuindo valor “1” caso a empresa $i$ esteja politicamente conectada no período $t$ , e “0” caso contrário;
$MKT_{it}$	= nível de eficiência do mercado ( <i>IMD World Competitiveness</i> ) de capitais da empresa $i$ no período $t$ ;
$\Sigma CONT_{it}$	= variáveis de controle da empresa $i$ no período $t$ ;
$\varepsilon_{it}$	= termo de erro da regressão;
$\beta's$	= coeficientes estimados na regressão.

Como o benefício da divulgação na mitigação do risco de litígio é mais significativo em setores com maior risco de litígio, espera-se que a diferença de divulgação entre empresas conectadas e não conectadas seja maior em setores mais litigiosos. Seguindo Hung, Kim e Li (2018) e Li (2010), os setores mais litigiosos são aqueles relacionados à biotecnologia, tecnologia da informação, eletrônicos, utilidade pública, comunicação e varejo. Os setores serão classificados conforme *Global Industry Classification (GIC)*. Foi analisada a relação entre a conexão política e a divulgação de resultados pro forma entre empresas pertencentes a esses setores litigiosos e as demais empresas.

Como as empresas politicamente conectadas têm maior acesso a contratos e apoio por parte do governo e, portanto, apresentam menores custos de propriedade ao divulgar maior volume de informações, esses custos poderiam motivar as empresas conectadas a divulgar mais resultados pro forma, contrabalançando o efeito do incentivo do mercado de capitais e do risco de litígio. A *proxy* para os custos de propriedade será medida através da razão entre gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e a receita de vendas deflacionada, ajustada pela média do setor ao qual a empresa está classificada (ELLIS; FEE; THOMAS, 2012). As empresas foram classificadas com baixo e alto custos dos proprietários a partir da mediana (HUNG; KIM; LI, 2018). Assim, será analisada a relação entre a conexão política e a divulgação de resultados pro forma entre empresas com baixos e altos custos de propriedade.

### 3.4.3.3 Efeito da governança do país

Considerando que este estudo examina o efeito da conexão política na contabilidade das empresas brasileiras, parece ser relevante identificar como a conjuntura política e de

governança do país afeta essa relação. O *Worldwide Governance Indicators* (WGI), divulgado pelo Banco Mundial, apresenta indicadores agregados e de governança nacional, que incluem fatores relacionados à estabilidade política, à efetividade governamental, à qualidade regulatória, ao controle da corrupção, conforme o WGI. Os índices variam de -2,5 a 2,5, com valores mais altos representando melhor qualidade da governança nacional.

Algumas dessas medidas foram utilizadas anteriormente (BAIK et al., 2015; GRAY; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016). Ao analisar o efeito da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, as medidas de governança nacional serão interagidas com a medida de conexão política para identificar a discricionariedade dos gestores diante das informações contábeis.

#### 3.4.3.4 Regressão de dois estágios de Heckman

A literatura tem destacado que, em razão de as conexões políticas não serem aleatórias e de que são as empresas que escolhem se conectarem politicamente (FACCIO, 2006), alguns estudos têm implementado o procedimento de regressão de dois estágios de Heckman, para controlar possíveis efeitos de autosseleção da amostra (GROSS et al., 2016; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HUNG; KIM; LI, 2018; KIM; ZHANG, 2016; WANG; ANDERSON; CHI, 2018; WANG et al., 2017). No primeiro estágio, estima-se a probabilidade de existência de conexão política, baseado no seguinte modelo de regressão *probit*:

$$\Pr (CONEX)_{it} = \beta + \beta_1 X_{it} + \beta_2 Y_{it} + \beta_3 SETOR_{it} + \beta_4 ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

Em que:

$CONEX_{it}$  = variável *dummy*, atribuindo valor “1” caso a empresa  $i$  esteja politicamente conectada no período  $t$ , e “0” caso contrário;

$X_{it}$  = variáveis de controle da empresa  $i$  no período  $t$ , previamente definidas no Quadro 3;

$Y_{it}$  = variáveis determinantes da conexão política, que não têm relação com o gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$SETOR$  = variável *dummy* que representa o setor da empresa;

$ANO$  = variável *dummy* que representa o período;

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão;

$\beta$ 's = coeficientes estimados na regressão.

Seguindo a literatura, quatro variáveis foram identificadas como determinantes da conexão política: crescimento da firma, competitividade, desenvolvimento econômico e político e incentivos setoriais (CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HUNG; KIM; LI, 2018), utilizando como *proxy*, respectivamente, o crescimento das vendas (VEN), o índice de Herfindah (HERF), o Produto Interno Bruto (PIB), a estabilidade política e a corrupção (ESTAB), e o percentual de empresas conectadas por setor (CONNECT).

No segundo estágio, regride-se a conexão política – variável independente do estudo – com o gerenciamento de percepções – variáveis dependentes, representadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals*, por decisões operacionais e pelos resultados pro forma –, conforme modelo abaixo:

$$\begin{aligned}
 GP_{it} = & \beta + \beta_1 CONEX_{it} + \beta_2 MILLS_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 VEN_{it} + \beta_6 ALA_{it} \\
 & + \beta_7 AUD_{it} + \beta_8 ADR_{it} + \beta_9 INF_{it} + \beta_{10} PIB_{it} + \beta_{11} CAM_{it} \\
 & + \beta_{12} SETOR_{it} + \beta_{13} ANO_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{20}$$

Em que:

$MILLS_{it}$  = relação inversa de *mills* para controlar a escolha de viés de seleção das conexões políticas, estimada a partir da Equação 19.

A variável lambda (inverso da razão de Mills) é calculada baseada nos parâmetros estimados no modelo probit (Equação 19). Esta variável servirá para corrigir o problema de inconsistência da amostra e, então, parâmetros consistentes poderão ser estimados para a equação de conexão política e gerenciamento de percepções (Equação 20). As demais variáveis foram descritas anteriormente. Se houver uma questão de autosseleção, espera-se que a variável *mills* seja estatisticamente significativa. Em caso afirmativo, os resultados estariam sendo impactados por viés de autosseleção.



## 4 ANÁLISE DE DADOS

### 4.1 Estimação dos níveis normais de gerenciamento de resultados

As *proxies* de gerenciamento de resultados contábeis são resultantes de estimações de modelos econométricos. Sendo assim, o primeiro passo foi medir – conforme as Equações 2, 3, 4 e 5 – os níveis normais de *accruals* (GRA), dos custos de produção (GRR\_PRO), das despesas operacionais (GRR\_DIS) e dos fluxos de caixa das operações (GRR\_FCO), respectivamente. Todos os modelos foram analisados separadamente utilizando regressões do tipo *Pooling of Independent Cross Sections* por setor, durante o período entre 2010 e 2017. Os resultados das estimações do conjunto amostral são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Níveis normais de gerenciamento de resultados

<i>TA<sub>it</sub></i>		<i>GRR_PRO<sub>it</sub></i>		<i>GRR_DIS<sub>it</sub></i>		<i>GRR_FCO<sub>it</sub></i>	
Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.
1/A <sub>it-1</sub>	-0,799***	1/A <sub>it-1</sub>	0,047	1/A <sub>it-1</sub>	0,456***	1/A <sub>it-1</sub>	-0,221***
$\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}$	0,065**	R <sub>it</sub>	0,836***	R <sub>it</sub>	0,151***	R <sub>it</sub>	0,035***
PPE <sub>it</sub>	-0,037**	$\Delta R_{it}$	-0,138***	Intercepto	0,039***	$\Delta R_{it}$	0,029
TA <sub>it-1</sub>	0,023**	$\Delta R_{it-1}$	-0,086***			Intercepto	0,033***
Intercepto	-0,050***	Intercepto	-0,094***				
Obs.	1452	Obs.	1824	Obs.	1850	Obs.	1844
Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***
R <sup>2</sup>	0,5095	R <sup>2</sup>	0,8907	R <sup>2</sup>	0,3637	R <sup>2</sup>	0,0781
R <sup>2</sup> ajustado	0,5069	R <sup>2</sup> ajustado	0,8905	R <sup>2</sup> ajustado	0,3630	R <sup>2</sup> ajustado	0,0766

**Legenda:** TA é o total de *accruals*; GRR\_PRO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais dos custos de produção; GRR\_DIS é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de despesas discricionárias; GRR\_FCO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações. \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaboração própria.

Todos os modelos, utilizados para estimar os níveis normais de gerenciamento de resultados, se mostraram significativos e observados através do teste F ( $p < 0,01$ ), se mostraram significativos. Além disso, os modelos apresentam níveis elevados de poder explicativo para os *accruals* ( $R^2$  ajustado = 50,69%) e para as decisões operacionais ( $R^2$  ajustado médio = 44,34%). Ressalta-se que os modelos exibem quantitativo distinto de observações em virtude das variáveis utilizadas nos respectivos modelos econométricos.

Convém observar que, ao estimar os níveis normais dos *accruals* discricionários (TA) e das despesas operacionais (GRR\_DIS), todas as variáveis se mostraram significativas. Entretanto, nem todos os coeficientes que estimam os níveis normais dos custos de produção (GRR\_PRO) e dos fluxos de caixa das operações (GRR\_FCO) não se mostraram significativos. Os poderes explicativos dos custos de produção ( $R^2$  ajustado = 89,0%) e das despesas operacionais ( $R^2$  ajustado = 38,0%), encontrados na Tabela 2, são próximos àqueles encontrados no estudo de Roychowdhury (2006). Por outro lado, a estimação dos parâmetros do modelo de fluxo de caixa das operações se mostrou baixo em comparação ao estudo do referido autor ( $R^2$  ajustado = 45,0%).

A Tabela 3 expõe as estimações dos níveis normais de gerenciamento de resultados, a partir da existência de conexão política (caso a empresa apresente, pelo menos, uma das condições de conexão: via doação de campanha (CDOA), via estrutura de governança (CGOV) ou via estrutura de propriedade (CPRO).

Tabela 3 – Níveis normais de gerenciamento de resultados a partir da conexão política

PAINEL A – Níveis normais nas empresas conectadas							
<i>TA<sub>it</sub></i>		<i>GRR_PRO<sub>it</sub></i>		<i>GRR_DIS<sub>it</sub></i>		<i>GRR_FCO<sub>it</sub></i>	
Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.
1/A <sub>it-1</sub>	-3,295***	1/A <sub>it-1</sub>	0,059	1/A <sub>it-1</sub>	0,771***	1/A <sub>it-1</sub>	0,086
$\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}$	0,034	R <sub>it</sub>	0,844***	R <sub>it</sub>	0,159***	R <sub>it</sub>	0,026**
PPE <sub>it</sub>	-0,213	$\Delta R_{it}$	-0,147***	Intercepto	0,016*	$\Delta R_{it}$	-0,014
TA <sub>it-1</sub>	0,394***	$\Delta R_{it-1}$	-0,035			Intercepto	0,047***
Intercepto	-0,143	Intercepto	-0,099***				
Obs.	412	Obs.	491	Obs.	500	Obs.	499
Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,086*
R <sup>2</sup>	0,4216	R <sup>2</sup>	0,9065	R <sup>2</sup>	0,3906	R <sup>2</sup>	0,0132
R <sup>2</sup> ajustado	0,4159	R <sup>2</sup> ajustado	0,9058	R <sup>2</sup> ajustado	0,3881	R <sup>2</sup> ajustado	0,0072
PAINEL B – Níveis normais nas empresas não conectadas							
<i>TA<sub>it</sub></i>		<i>GRR_PRO<sub>it</sub></i>		<i>GRR_DIS<sub>it</sub></i>		<i>GRR_FCO<sub>it</sub></i>	
Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.	Var. indep.	Coef.
1/A <sub>it-1</sub>	-0,738***	1/A <sub>it-1</sub>	0,045	1/A <sub>it-1</sub>	0,438***	1/A <sub>it-1</sub>	-0,239***
$\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}$	0,065	R <sub>it</sub>	0,834***	R <sub>it</sub>	0,150***	R <sub>it</sub>	0,039***
PPE <sub>it</sub>	-0,030	$\Delta R_{it}$	-0,135***	Intercepto	0,045***	$\Delta R_{it}$	0,037*
TA <sub>it-1</sub>	0,019**	$\Delta R_{it-1}$	-0,105***			Intercepto	0,028***
Intercepto	-0,060***	Intercepto	-0,093***				
Obs.	1040	Obs.	1333	Obs.	1350	Obs.	1345
Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***	Prob > F	0,000***
R <sup>2</sup>	0,5015	R <sup>2</sup>	0,8851	R <sup>2</sup>	0,3631	R <sup>2</sup>	0,1048

R <sup>2</sup> ajustado	0,4078	R <sup>2</sup> ajustado	0,8848	R <sup>2</sup> ajustado	0,3621	R <sup>2</sup> ajustado	0,1028
-------------------------	--------	-------------------------	--------	-------------------------	--------	-------------------------	--------

**Legenda:** TA é o total de *accruals*; GRR\_PRO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais dos custos de produção; GRR\_DIS é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de despesas discricionárias; GRR\_FCO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaboração própria.

De modo geral, observa-se que o efeito das variáveis independentes no total de *accruals* e no comportamento anormal do gerenciamento por decisões operacionais apresenta comportamento semelhante, diferindo somente na significância das variáveis dos modelos estimados. Outra evidência se refere ao poder explicativo dos modelos nas empresas politicamente conectadas, que se mostra superior, exceto na estimação dos níveis anormais do gerenciamento por fluxo de caixa das operações da empresa, em que o inverso do ativo total se mostrou significativo nas empresas sem vínculos políticos. Esses resultados coadunam com as evidências de que os níveis normais de gerenciamento de resultados (por *accruals* e por decisões operacionais) são distintos entre as empresas conectadas e as demais (BRAAM et al., 2015; GROSS et al., 2016; HOUSTON et al., 2014).

## 4.2 Análise descritiva de dados

### 4.2.1 Análise geral dos dados

Em atendimento ao objetivo do estudo, foi necessário identificar e quantificar todas as variáveis relevantes para examinar a relação entre as empresas suspeitas de gerenciar, a conexão política e as estratégias de gerenciamento da percepção dos *stakeholders*. A Tabela 4 mostra a estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas, estando classificadas conforme sua aplicação na pesquisa.

Tabela 4 – Análise descritiva dos dados

PAINEL A – Variáveis de gerenciamento de percepções						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EBAJU	2373	3,804	18,005	0,020	-1,300	280,247
EBDUM	2373	0,434	0,496	0,000	0,000	1,000
GRA	1275	-0,014	0,565	-0,007	-7,814	7,984
GRR	1719	0,003	0,443	0,018	-3,668	4,052
GRR_PRO	1724	0,005	0,213	0,011	-1,883	1,491

GRR_DIS	1764	0,000	0,189	-0,009	-3,049	1,374
GRR_FCO	1758	0,005	0,314	0,000	-3,788	4,064
<b>PAINEL B – Variáveis de conexão política</b>						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
CDOA	1183	0,361	0,476	0,000	0,000	1,000
CGOV	2373	0,035	0,184	0,000	0,000	1,000
CPRO	2373	0,088	0,283	0,000	0,000	1,000
<b>PAINEL C – Variáveis de suspeição</b>						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
ANALYST	2373	0,020	0,139	0,000	0,000	1,000
PROFIT	2373	0,031	0,174	0,000	0,000	1,000
SUSPERF	2373	0,030	0,172	0,000	0,000	1,000
NGER_RES	2373	-1,096	156,652	0,478	-6.482,792	3.559,815
NGER	2373	0,448	0,497	0,000	0,000	1,000
GER	2373	0,021	0,144	0,000	0,000	1,000
MISS	2373	0,587	0,493	1,000	0,000	1,000
<b>PAINEL D – Variáveis de controle</b>						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
TAM	2372	7,656	2,239	7,950	-0,257	13,847
ROA	2355	-0,081	2,168	0,024	-59,362	8,489
VEN	1764	0,140	0,516	0,091	-1,000	6,548
ALA	2223	0,490	1,231	0,333	0,000	18,392
AUD	2373	0,735	0,442	1,000	0,000	1,000
ADR	2373	0,071	0,257	0,000	0,000	1,000
INF	2373	6,311	1,974	6,290	2,950	10,670
PIB	2373	8,033	3,732	6,744	2,794	14,870
CAM	2373	2,496	0,689	2,350	1,680	3,490
<b>PAINEL E – Variáveis de custos</b>						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
INST	2373	8,978	20,721	0,000	0,000	100,000
MER	1867	0,965	1,624	0,336	0,000	10,787
FIN	1735	2,907	14,960	0,673	-127,521	165,698
TMI	1782	-0,075	1,366	0,013	-28,194	1,955
AOL	1769	4,595	30,385	0,696	-13,218	497,837
OPE	1730	0,001	0,005	0,000	-0,041	0,076
<b>PAINEL F – Variáveis da análise de sensibilidade</b>						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
DIFEBITDA	2334	-4,448	260,181	0,000	-4.736,889	2.245,397
DIFLUCRO	2318	23,987	169,561	0,340	-395,017	1.982,026
MKT	2373	50,945	7,169	54,000	38,000	61,000
LIT	2373	0,236	0,424	0,000	0,000	1,000

PROP	2373	0,184	0,388	0,000	0,000	1,000
CONEX	2373	0,259	0,438	0,000	0,000	1,000
HERF	1867	1,057	2,402	0,336	0,000	31,692
WGI	2373	-0,026	0,115	-0,040	-0,200	0,130

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; EBDUM é variável *dummy* se a empresa divulga o EBITDA; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; GRR\_PRO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais dos custos de produção; GRR\_DIS é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de despesas discricionárias; GRR\_FCO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações; CDOA é a conexão política por doações de campanha; CGOV é a conexão política através da estrutura de governança; CPRO é a conexão política através da estrutura de propriedade; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; NGER\_RES, NGER, GER e MISS representam as medidas de resultados não gerenciados, gerenciados e quando os resultados não atingem a previsão dos analistas; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar; INST é a estrutura de propriedade institucional; INST é a estrutura de propriedade institucional; MER é a participação do mercado; FIN é a saúde financeira; TMI é a taxa marginal de imposto; AOL é o ativo líquido operacional; OPE é o ciclo operacional; DIFEBITDA é a diferença entre o EBITDA ajustado e o EBITDA regulado; DIFLUCRO é a diferença entre o EBITDA ajustado e o lucro líquido; MKT é a eficiência do mercado; LIT é o risco de litígio; PROP é o custo de propriedade; CONEX é a existência de conexão política; HERF é o índice de competição; WGI é o índice de governança do país.

**Fonte:** Elaboração própria.

Em relação às variáveis de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, nota-se que a variável EBAJU apresentou um elevado índice de variação, indicando, por exemplo, que a divulgação média de Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA) foi de 3,80 por ação, variando em relação à média em 473,3%. Esse resultado demonstra a discricionariedade na determinação do cálculo de medidas ajustadas de resultado pro forma. Nesse sentido, a literatura tem encontrado evidências de que as medidas de divulgação de resultados pro forma, a respeito do EBITDA, têm sido utilizadas de forma discricionária para demonstrar resultados distantes da realidade da empresa (BHATTACHARYA et al., 2003; DOYLE; LUNDHOLM; SOLIMAN, 2002; FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011), enviesando a tomada de decisão de investidores não sofisticados (BLACK et al., 2017; BROWN; CHRISTENSEN; ELLIOTT, 2012).

Ainda sobre esse assunto, alguns autores utilizam o distanciamento entre as medidas de resultados pro forma e as medidas imediatamente comparáveis, a fim de identificar a magnitude das inclusões/exclusões realizadas pelos gestores (BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BROWN; CHRISTENSEN; ELLIOTT, 2012). Observa-se que as médias da diferença entre as medidas de EBITDA ajustado (pro forma) e as medidas de EBITDA regulado (DIFEBITDA) e de Lucro Líquido (DIFLUCRO) são de -4,45 e de 23,99, respectivamente. Essas medidas apresentam variações de 5.849% e de 707% em relação à média, encontrando convergência na literatura,

inclusive após o processo de regulamentação contábil (BLACK et al., 2017; FRANKEL; MCVAY; SOLIMAN, 2011; HEFLIN; HSU, 2008).

A fim de verificar se houve diferença entre os resultados das medidas pro forma EBITDA divulgados pelas empresas nos formulários de referência, realizou-se o teste de comparação de médias (t de *Student*) antes e após a regulamentação da publicação da Instrução CVM n°. 527/12. Os resultados do teste são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Teste de comparação de médias

Variável	Grupo	Obs.	Média	Desvio padrão	Teste t
EBAJU	Pré-regulação	880	11,389	113,851	-2,437***
	Pós-regulação	1493	3,943	24,065	
DIFEBITDA	Pré-regulação	866	70,282	789,737	-3,659***
	Pós-regulação	1468	-52,896	783,449	
DIFLUCRO	Pré-regulação	860	63,822	839,725	-0,895
	Pós-regulação	1458	39,407	474,186	

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; DIFEBITDA é a diferença entre o EBITDA ajustado e o EBITDA regulado; DIFLUCRO é a diferença entre o EBITDA ajustado e o lucro líquido. \*\*\* representa nível de significância estatística de 1%.

**Fonte:** Elaboração própria.

A partir da Tabela 5 é possível observar que a média de resultados pro forma é significativamente menor após o período pós-aprovação da Instrução CVM n°. 527/12 ( $p < 0,01$ ). A diferença entre as médias de EBITDA pré- e pós- a aprovação da regulamentação foi de 7,45 por ação. Literatura nacional e internacional tem encontrado que as medidas pro forma, que inclui o EBITDA, apresentam-se menores após o Regulamento G (BLACK et al., 2012; ISIDRO; MARQUES, 2015; VIEIRA; GIRÃO, 2012).

Em relação às medidas de agressividade, as evidências acima mostram ainda que o sinal negativo encontrado na diferença de médias da variável DIFEBITDA expõe que as medidas de EBITDA calculadas sob a discricionariedade da empresa foram superiores às medidas de EBITDA calculadas conforme a regulamentação ( $p < 0,01$ ). Por fim, a variável DIFLUCRO não mostrou significância estatística antes e após a publicação da referida regulação. Literatura nacional aponta que as empresas brasileiras utilizam da discricionariedade na elaboração do EBITDA, buscando favorecer determinado resultado, descumprindo, em algumas situações, a regulamentação da Instrução CVM n°. 527/12 (MARAGNO; FEY, 2014).

Em relação às medidas de conexão política, convém destacar que o quantitativo de empresas conectadas no período analisado representa de 30,3% do total amostra, sendo 18,0%

(Obs. = 426) via doações de campanha, 3,5% (Obs. = 83) via estrutura de governança e 8,8% (Obs. = 209) via estrutura de propriedade. A análise descritiva dos valores financeiros doados para as campanhas eleitorais e da análise do percentual de ações ordinárias das empresas detido (in)diretamente pelo governo é apresentada na subseção 4.2.3.

Neste estudo, utilizam-se três medidas para classificar as empresas como suspeitas de gerenciar os resultados: (1) para atender ou superar o consenso dos analistas de mercado (*ANALYST*); (2) para evitar divulgar perdas (*PROFIT*); e (3) manter o lucro constante (*SUSPERF*). Do mesmo modo, o quantitativo de empresas suspeitas no período analisado representa 17,5% da amostra, sendo 2,2% (Obs. = 51) suspeitas de gerenciar para atender ou superar a previsão dos analistas, 11,9% (Obs. = 293) suspeitas de gerenciar para evitar a divulgação de perdas e 3,0% (Obs. = 72) suspeitas de gerenciar para manter o lucro constante. Uma análise detalhada das empresas suspeitas de gerenciar está apresentada na seção 4.3.

#### 4.2.2 Análise do gerenciamento de percepções dos *stakeholders*

A influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* foi analisada a partir de três estratégias (gerenciamento de resultados por *accruals*, por decisões operacionais e divulgação de resultado pro forma). A Tabela 6 mostra a estatística descritiva das variáveis utilizadas como *proxy* de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, apresentada a partir da conexão política e a partir das empresas suspeitas de gerenciar.

Tabela 6 – Análise descritiva a partir da conexão política e da suspeição de gerenciamento

Painel A – Empresas com conexão política						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EBAJU	615	14,842	111,169	0,000	-77,242	1856,719
GRA	368	-0,017	0,217	-0,004	-1,911	2,014
GRR	466	0,015	0,355	0,039	-1,522	4,052
GRR_PRO	467	0,009	0,162	0,021	-0,892	1,491
GRR_DIS	483	-0,002	0,148	-0,018	-0,766	1,374
GRR_FCO	482	0,000	0,307	-0,002	-3,788	2,908
Painel B – Empresas sem conexão política						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EBAJU	1758	3,858	51,419	0,000	-3,375	2087,980
GRA	907	-0,013	0,655	-0,008	-7,814	7,984
GRR	1253	-0,001	0,471	0,009	-3,668	4,052
GRR_PRO	1257	0,004	0,229	0,007	-1,883	1,491

GRR_DIS	1281	0,001	0,203	-0,006	-3,049	1,374
GRR_FCO	1276	0,007	0,317	0,002	-3,788	4,064
Painel C – Empresas suspeitas de gerenciar						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EBAJU	176	2,051	9,930	0,000	-0,080	90,861
GRA	97	0,029	0,178	0,012	-0,383	1,029
GRR	141	-0,032	0,441	0,037	-3,668	1,176
GRR_PRO	142	-0,001	0,175	0,028	-0,598	0,873
GRR_DIS	143	0,025	0,144	-0,002	-0,240	1,126
GRR_FCO	142	0,021	0,374	-0,008	-0,758	4,064
Painel D – Empresas não suspeitas de gerenciar						
Variáveis	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
EBAJU	2197	7,077	74,740	0,000	-77,242	2087,980
GRA	1178	-0,018	0,585	-0,008	-7,814	7,984
GRR	1578	0,007	0,443	0,016	-3,668	4,052
GRR_PRO	1582	0,006	0,216	0,009	-1,883	1,491
GRR_DIS	1621	-0,002	0,193	-0,010	-3,049	1,374
GRR_FCO	1616	0,004	0,309	0,001	-3,788	4,064

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais, somados o GRR\_PRO, o GRR\_DIS e o GRR\_FCO; GRR\_PRO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais dos custos de produção; GRR\_DIS é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de despesas discricionárias; GRR\_FCO é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais através dos níveis anormais de fluxo de caixa das operações.

**Fonte:** Elaboração própria.

De acordo com a Tabela 6, os resultados médios das variáveis relativas às práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (EBAJU, GRA e GRR) parecem ser maiores nas empresas conectadas e nas empresas suspeitas de gerenciar. Contudo, deve-se ressaltar que a medida de EBITDA ajustada é maior nas empresas não suspeitas de gerenciar a percepção dos *stakeholders*. Especificamente em relação à conexão política, as empresas conectadas gerenciam os resultados através dos *accruals* e das decisões operacionais, visando reduzir e aumentar, respectivamente, o resultado da companhia. Por outro lado, esse comportamento é contrário nas empresas suspeitas de gerenciar os resultados contábeis e não contábeis.

A Tabela 7 apresenta os resultados da correlação paramétrica de *Pearson* entre as variáveis de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, as variáveis *dummies* de conexão política e as variáveis *dummies* das empresas suspeitas de gerenciar os resultados.

Tabela 7 – Matrix de correlação



PAINEL A – Correlação de Pearson (paramétrica)									
	EBAJU	GRA	GRR	CDOA	CGOV	CPRO	ANALYST	PROFIT	SUSPERF
EBAJU	1,00								
GRA	0,02	1,00							
GRR	-0,03	0,07**	1,00						
CDOA	0,03	0,00	0,00	1,00					
CGOV	-0,01	-0,01	0,00	0,30***	1,00				
CPRO	0,18***	0,00	0,03	-0,01	0,02	1,00			
ANALYST	-0,01	0,00	0,09***	0,02	0,02	-0,02	1,00		
PROFIT	-0,02	0,01	0,01	0,00	0,01	0,00	0,16***	1,00	
SUSPERF	-0,02	0,03	-0,07***	0,02	-0,01	-0,03	0,15***	0,00	1,00

**Legenda:** EBAJU é o EBITDA ajustado; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CDOA é a conexão política por doações de campanha; CGOV é a conexão política através da estrutura de governança; CPRO é a conexão política através da estrutura de propriedade; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante. **Nota:** Embora se apresentem os resultados da análise de correlação para ambos os tipos de dados, o teste de normalidade, conforme Shapiro-Wilk, mostrou-se significativo ( $p < 0,01$ ) para todas as variáveis apresentadas. \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Elaboração própria.

De modo geral, poucas correlações são evidenciadas na Tabela 7, tendo as existentes baixas correlações, entre 0,07 e 0,30 ( $p < 0,01$ ). Observa-se especificamente apenas uma correlação fraca e positiva ( $p < 0,05$ ) entre as variáveis de gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e por decisões operacionais (GRR). Todavia, é possível identificar correlações entre a variável EBAJU e a variável de conexão via estrutura de propriedade.

Por fim, é relevante verificar que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais mostrou-se correlacionado com as empresas suspeitas de gerenciar para atender ou superar a previsão dos analistas (correlação positiva,  $p < 0,00$ ) e manter lucro constante (correlação negativa,  $p < 0,01$ ). Os resultados detalhados da relação entre as estratégias de gerenciamento de percepções e a conexão política são apresentados na seção 4.3.

#### 4.2.3 Análise da conexão política

A literatura tem utilizado diferentes *proxies* para as medidas de conexão política. No Brasil, os estudos têm utilizado a doação de campanhas eleitorais (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008), a presença dos membros do conselho de administração na política (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012) e a presença direta e indireta do governo na estrutura de propriedade (BREY et al., 2014; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011). Essa

pesquisa segue esse direcionamento. A Tabela 8 apresenta os resultados descritivos das doações de campanha realizadas pelas empresas e pelos membros da estrutura de governança, representada pelo diretor executivo, pelos membros do conselho de administração e pelos membros dos conselhos fiscais.

Tabela 8 – Análise descritiva da variável de conexão política via doação de campanha

Eleições de 2010								
Doador <sup>(a)</sup>	N	Soma	(%)	Média	DP	Mediana	Mínimo	Máximo
Indivíduo	80	10.100,00	25,06	126,70	411,40	9,63	0,06	2.355,00
Empresa	73	30.200,00	74,94	413,10	793,60	111,00	0,02	4.584,00
<b>Total</b>	<b>153</b>	<b>40.300,00</b>	<b>100,00</b>	<b>540,80</b>	<b>1.204,00</b>	<b>120,63</b>	<b>0,08</b>	<b>6.939,00</b>
Eleições de 2012								
Doador	N	Soma	(%)	Média	DP	Mediana	Mínimo	Máximo
Indivíduo	65	1.668,00	13,94	25,70	86,03	5,00	0,10	683,00
Empresa	45	10.300,00	86,06	229,70	410,40	65,00	0,60	2.450,00
<b>Total</b>	<b>110</b>	<b>11.968,00</b>	<b>100,00</b>	<b>254,40</b>	<b>496,43</b>	<b>70,00</b>	<b>0,70</b>	<b>3.133,00</b>
Eleições de 2014								
Doador	N	Soma	(%)	Média	DP	Mediana	Mínimo	Máximo
Indivíduo	73	29.300,00	40,36	401,20	1.303,00	20,00	0,10	5.165,00
Empresa	53	43.300,00	59,64	816,80	2.083,00	162,00	1,00	12.300,00
<b>Total</b>	<b>126</b>	<b>72.600,00</b>	<b>100,00</b>	<b>1.217,00</b>	<b>3.386,00</b>	<b>182,00</b>	<b>1,10</b>	<b>17.465,00</b>
Eleições de 2016 <sup>(b)</sup>								
Doador	N	Soma	(%)	Média	DP	Mediana	Mínimo	Máximo
Indivíduo	84	7.698,00	100,00	92,22	283,80	12,00	0,20	2.166,00
Empresa	0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>	<b>84</b>	<b>7.698,00</b>	<b>100,00</b>	<b>92,22</b>	<b>283,80</b>	<b>12,00</b>	<b>0,20</b>	<b>2.166,00</b>

**Nota:** (a) As doações podem ser realizadas por empresas ou por pessoas físicas. Assim, foram investigados a partir dos CNPJs das empresas da amostra e dos CPFs do diretor executivo e dos membros dos conselhos de administração e fiscal se doações foram realizadas nos pleitos eleitorais entre 2010 e 2017. (b) Em virtude da Lei n° 13.165, de 29 de setembro de 2015, as empresas tornam-se impedidas de realizar doações de campanha. Os valores expressos acima estão em R\$ mil.

**Fonte:** Elaboração própria.

De modo geral, observa-se que o quantitativo de empresas e/ou indivíduos que realizaram doações às campanhas eleitorais decresceu ao longo do período analisado. É possível observar que, no ano de 2016, apenas as pessoas físicas realizaram doações financeiras aos políticos e/ou partidos políticos, uma vez que, desde a publicação da Lei n° 13.165/15, as empresas ficaram impedidas de realizar tais doações. Esse resultado pode estar associado ao fato de que as doações podem ser consideradas uma forma de investimento e que as empresas

e/ou os indivíduos esperam obter benefícios a partir da interferência política no contexto corporativo (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012).

Os resultados mostram também que o valor financeiro doado nas campanhas majoritárias (2010 e 2014) foram superiores às doações realizadas nas campanhas minoritárias (2012 e 2016), apresentando um total doado de 1.129,30 (em R\$ mil) e de 19.666 (em R\$ mil), respectivamente. Notadamente, as empresas realizam maiores aportes financeiros às campanhas eleitorais, quando comparados com as pessoas físicas.

Para ter dimensão da magnitude das doações realizadas, as dez maiores doações realizadas pelas empresas somam 44.822,48 (em R\$ mil), atuantes nos setores de Materiais, Energia e Financeiro (Braskem S/A, Fibria S/A, Klabin S/A e Banco BTG Pactual S/A). Por outro lado, as dez maiores doações realizadas pelas pessoas físicas somam 39.748,65 (em R\$ mil), realizadas por membros dos conselhos de administração das empresas Cosan Logística S/A, Eneva S/A e Prumo Logística S/A, dentre outras.

As empresas também podem ser consideradas politicamente conectadas quando, pelo menos, um dos membros do sistema de governança e de gestão possui relação com o governo e/ou instância política. A partir do levantamento realizado com 11.465 CPFs, foi identificado que 220 membros das empresas foram/são políticos, apresentando uma representatividade de 9,27% em relação à amostra do estudo. Destes, 43 (19,5%) são diretores executivos das empresas, 141 (64,1%) são membros dos conselhos de administração e 36 (16,4%) são membros dos conselhos fiscais.

Por fim, a conexão política pode ser identificada a partir da estrutura de propriedade. Esta, por sua vez, pode ser realizada direta, através do percentual de ações ordinárias detidas pelo governo, e/ou indiretamente, através do percentual de ações ordinárias detidas por empresas estatais e por fundos de pensão de empresas públicas ou estatais. Os resultados descritivos da conexão via estrutura de propriedade são apresentados na Tabela 9.

Tabela 9 – Análise descritiva da variável de conexão política via estrutura de propriedade

Estatística	Propriedade direta (N=126)		Propriedade indireta (N=105)		Propriedade (in)direta (N=22)	
	Percent. (%)	Qtd.	Percent. (%)	Qtd.	Percent. (%)	Qtd.
Média	24,335	1,087	24,353	1,190	47,144	2,227
Desvio padrão	24,160	0,283	28,632	0,590	12,907	0,612
Mediana	14,691	1,000	10,100	1,000	46,929	2,000
Mínimo	0,010	1,000	0,010	1,000	10,535	2,000
Máximo	98,260	2,000	94,891	4,000	65,361	4,000

**Legenda:** Percent. (%) representa o percentual de ações ordinárias detidas pelo governo; Qtd. representa a quantidade de participações do governo na empresa. **Nota:** A conexão política, via estrutura de propriedade, foi identificada a partir da existência de controle acionário (direto, indireto ou ambas) do governo ou de suas controladas nas empresas da amostra. Foram analisados os cinco maiores acionistas com ações ordinárias.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Os resultados acima evidenciam que, em média, a participação direta e indireta do governo na estrutura de propriedade das empresas é muito análoga, possuindo ambos cerca de 24,0% das ações ordinárias. Contudo, observa-se que o percentual detido por fundos de pensão de empresas públicas e estatais (propriedade indireta) apresentar maior variabilidade, com um coeficiente de variação de 116,4%. Além disso, verifica-se que o governo ainda apresenta uma participação significativa nas empresas, exercendo poder de decisão sobre os negócios. Por exemplo, o governo detém, direta e indiretamente, respectivamente, 98,3% e 94,9% das ações ordinárias das empresas AES Eletropaulo S/A e a participação indireta na Coelba S/A.

Convém destacar que as participações indiretas mais frequentes encontradas na estrutura de propriedade das empresas são detidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pelos fundos de pensão de empresas estatais como, por exemplo, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), a Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e a Fundação dos Economistas Federais (Funcef). Essa evidência foi encontrada em estudos anteriores (BREY et al., 2014; LAZZARINI, 2011).

#### 4.3 Empresas suspeitas de gerenciar a percepção dos *stakeholders*

Embora exista um conjunto não exaustivo de incentivos para que os gestores se envolvam em estratégias de gerenciamento de percepções, esta tese considerou três situações em destaque: (i) atender ou superar a previsão dos analistas; (ii) evitar a divulgação de perdas; e (iii) manter desempenho financeiro de períodos anteriores (BURGSTAHLER; DICHEV, 1997; DOYLE; JENNINGS; SOLIMAN, 2013; HEALY, 1985; MATSUMOTO, 2002; ROYCHOWDHURY, 2006). Inicialmente, essa relação foi analisada incluindo a variável *dummy* para cada tipo de empresa suspeita, a fim de verificar se, de fato, apresentam relação significativa com as *proxies* de gerenciamento de percepções.

Ressalta-se que, inicialmente, foram realizados testes de especificação do painel através do teste de Breusch-Pagan, a fim de verificar a adequação entre o modelo de *Pooled Ordinary Least Square* (POLS) em relação ao modelo de efeitos aleatórios. Posteriormente, procedeu-se ao teste de Hausman, que verifica se o modelo de efeitos aleatórios apresenta, ou não, melhor adequação aos dados em relação ao modelo estimado por efeitos fixos. Esse procedimento foi

aplicado em todos os modelos de regressão. Os resultados dos testes supracitados estão dispostos nas tabelas que se apresentam as estimações das regressões.

Cabe destacar ainda que – ao analisar a relação entre o gerenciamento de percepções, a conexão política e as empresas suspeitas de gerenciar – procedeu-se aos testes de White, para verificar a existência de heterocedasticidade na amostra, e de Wooldridge, para averiguar a existência de autocorrelação nos resíduos. Os resultados dos testes sinalizam se os estimadores das regressões são, ou não, eficientes (WOOLDRIDGE, 2014). Sendo assim, nos modelos em que foram identificados a existência de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos, utilizou-se o método denominado de *Weighted Least Squares* (WLS), por apresentar robustez na estimação dos coeficientes da regressão. Por fim, considerando que a amostra do estudo apresenta 2.373 observações, o pressuposto da normalidade foi relaxado, com base na teoria do limite central.

As Tabelas 10, 11 e 12 apresentam os resultados relativos às *proxies* de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (EBAJU, GRA e GRR) e as *dummies* das firmas consideradas suspeitas de gerenciar a percepção dos *stakeholders* (ANALYST, PROFIT e SUSPERF). De modo geral, todos os modelos estimados foram significativos, exceto pelo modelo que analisa o efeito da empresa suspeita por ANALYST no gerenciamento por *accruals* (GRA), apresentando, os modelos, poder explicativo médio de 11,2%.

Tabela 10 – Resultado da regressão entre o EBAJU e as empresas suspeitas

Incentivos	Variável dependente: EBAJU		
	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	-4,212***	-2,160**	-1,585**
TAM	0,706*	0,777**	0,634**
ROA	0,348	0,327	0,277
VEN	-0,326	-0,282	0,322
ALA	0,073	0,074	0,045
AUD	2,394***	2,275***	0,649
ADR	19,402***	19,167***	19,894**
INF	-0,139	-0,146	-0,139*
PIB	-0,052	-0,056	-0,100**
CAM	-2,371	-2,348	-2,485***
Intercepto	-0,949	-1,689	1,786
Observações	1764	1764	1764
Empresas	230	230	230
R <sup>2</sup>	9,02	9,04	8,79
VIF	1,72	1,72	1,72

Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,000	0,566	0,652
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,065
Teste de Hausman	0,095	0,098	0,023

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante. TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Considerando como suspeitas as empresas que atingiram ou superaram o consenso dos analistas, nota-se que essas empresas optam por gerenciar a percepção dos *stakeholders* através da divulgação de resultados pro forma ( $p < 0,01$ ) e através do gerenciamento de resultados por decisões operacionais ( $p < 0,01$ ). Por outro lado, as empresas que buscam apresentar lucro próximo a zero e as que evitar a divulgar perdas utilizam as estratégias de divulgação de resultados pro forma (*Profit*:  $p < 0,05$ ; *Susperf*:  $p < 0,05$ ) e de gerenciamento de resultados por *accruals* (*Profit*:  $p < 0,05$ ; *Susperf*:  $p < 0,10$ ).

Vale ressaltar ainda que, além da significância estatística, os coeficientes, que representam as empresas suspeitas de gerenciar resultados contábeis e não contábeis (*ANALYST*, *PROFIT* e *SUSPERF*), apresentam significância econômica no efeito acerca das estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (*EBAJU*, *GRA* e *GRR*).

Tabela 11 – Resultado da regressão entre o GRA e as empresas suspeitas

Incentivos	Variável dependente: GRA		
	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	-0,017	0,026**	0,076*
TAM	-0,018***	-0,019***	-0,018***
ROA	0,220***	0,220**	0,219**
VEN	0,015	0,015	0,013
ALA	-0,021***	-0,021	-0,021
AUD	0,049**	0,049*	0,049*
ADR	0,030	0,029**	0,027*
INF	0,018***	0,019**	0,018**
PIB	0,003	0,003	0,004
CAM	-0,005	-0,005	-0,004

Intercepto	0,087	0,085	0,069
Observações	1239	1239	1239
Empresas	194	194	194
R <sup>2</sup>	16,27	16,32	16,37
VIF	1,74	1,74	1,74
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,130	0,077*	0,054*
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,097	0,000	0,000
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,065
Teste de Hausman	0,107	0,164	0,007

**Legenda:** GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante. TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Em relação às variáveis de controle, pode se dizer que o tamanho da empresa (*TAM*) exerce efeito significativo na divulgação do EBAJU (positivo) e no GRA (negativo), apresentando diferentes níveis de significância. Noutro turno, os resultados sugerem que quanto maior for o desempenho da firma (ROA), maior será o nível de gerenciamento de resultados por *accruals* (GRA) e menor será o gerenciamento de resultados por decisões operacionais (GRR), apresentando maior coeficiente na estratégia de gerenciamento por *accruals*.

O efeito da emissão de ADRs foi significativo e positivo em praticamente todos os modelos estimados, exceto quando as empresas são suspeitas de gerenciar para atingir ou superar o consenso dos analistas (*ANALYST*) e a estratégia de gerenciamento é por *accruals* (GRA) é predominante. Outro destaque é dado à variável alavancagem (*ALA*), que não se mostrou significativa em nenhum dos modelos cuja variável dependente é o EBAJU ( $p > 0,10$ ), muito menos quando as empresas buscam evitar a divulgação de perdas (*PROFIT*) e manter continuidade de desempenho financeiro de períodos anteriores (*SUSPERF*), quando analisada a prática de gerenciamento por *accruals* (GRA).

Tabela 12 – Resultado da regressão entre o GRR e as empresas suspeitas

Incentivos	Variável dependente: GRR		
	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	0,223***	0,012	-0,049

TAM	-0,006	-0,008	-0,008
ROA	-0,067***	-0,066***	-0,065***
VEN	0,001	-0,002	-0,001
ALA	-0,008***	-0,008***	-0,008***
AUD	-0,021	-0,016	-0,016
ADR	0,102***	0,115***	0,116***
INF	-0,001	-0,001	-0,001
PIB	-0,002	-0,002	-0,002
CAM	-0,019	-0,022	-0,023
Intercepto	0,160	0,198	0,207
Observações	1647	1647	1647
Empresas	220	220	220
R <sup>2</sup>	7,85	8,79	8,74
VIF	1,74	1,73	1,73
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,023	0,022	0,023
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,000	0,000	0,000

**Legenda:** GRR é o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante. TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*\*\* representa nível de significância estatística de 1%.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Em relação às variáveis macroeconômicas, é possível observar que nas empresas suspeitas de gerenciar, buscando manter contínuo o desempenho financeiro de períodos anteriores (*SUSPERF*), a inflação (INF,  $p < 0,10$ ), o Produto Interno Bruto (PIB,  $p < 0,05$ ) e o câmbio (CAM,  $p < 0,01$ ) exercem influência negativa na divulgação de valores de EBAJU. Enquanto que, na estratégia de GRR, nenhuma dessas variáveis mostra-se significativa, na estratégia de GRA, a inflação exerce efeito positivo no gerenciamento de resultados por *accruals*.

Convém destacar que o número de observações varia entre as regressões em razão dos modelos utilizarem variáveis distintas, bem como, em função do incentivo. Além disso, os resultados baixos do poder explicativo ( $R^2$ ) sugerem que outras variáveis necessitam ser incluídas no modelo, procedimento realizados nas próximas regressões, com a inclusão das



variáveis de conexão política (seção 4.4) e de custos relativos às práticas de gerenciamento de resultados (seção 4.5). Todos os modelos deste estudo foram estimados utilizando os erros padrões robustos.

Por fim, foi possível observar, nesta seção, a existência de relação significativa entre as *proxies* de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* e as *dummies* referentes aos incentivos, tratados neste estudo como suspeitos por se envolver com práticas de gerenciamento, a fim de atingir ou superar o consenso dos analistas, de manter desempenho ao período anterior ou de apresentar lucros próximos a zero.

#### 4.4 Influência da conexão política na estratégia de gerenciamento

Após a análise da relação entre as *dummies* das companhias consideradas suspeitas de gerenciar e as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, foram incluídas as variáveis *dummies* relativas à existência de conexão política via doação de campanha (*CDOA*), via estrutura de governança (*CGOV*) e via estrutura de propriedade (*CPRO*), conforme exposto na Equação 9.

A inclusão dessas variáveis centra-se no atendimento do primeiro e do segundo objetivos específicos desta pesquisa, uma vez que o impacto da conexão política foi analisado de duas formas. Primeiro, incluindo duas variáveis *dummies* no modelo, representativas, respectivamente, a cada tipo de conexão política e a cada tipo de empresa suspeita de gerenciar seus resultados. Posteriormente, incluindo apenas uma variável de interação entre essas duas *dummies*, conforme a Equação 10.

Os resultados da análise do efeito, individualmente, das *dummies* de empresas suspeitas de gerenciar os resultados (*SUSP*) e da existência de conexão política (*CONEX*) no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* estão dispostos na Tabela 13. Os resultados mostram que as variáveis referentes às firmas suspeitas permaneceram inalterados, ao serem comparados com os resultados evidenciados nas Tabelas 10, 11 e 12.

Tabela 13 – Impacto<sup>(a)</sup> da conexão política e das firmas suspeitas de gerenciar

Suspeitas	ANALYST	CONEX	PROFIT	CONEX	SUSPF	CONEX
<b>EBAJU</b>						
CDOA	-4,302***	1,556	-2,163**	1,518	-1,366**	1,728
CGOV	-4,137**	-2,628**	-2,147**	-2,672**	-2,993	-2,740***
CPRO	-3,711	8,019***	-2,084	8,056***	-2,537	8,045***

<b>GRA</b>						
CDOA	-0,011	-0,004	0,015	-0,004	0,086	-0,005
CGOV	-0,011	-0,014	0,015	-0,014	0,086	-0,014*
CPRO	-0,012	0,010	0,015	0,011	0,086	0,011
<b>GRR</b>						
CDOA	0,228***	-0,010	0,006	-0,008	-0,058	-0,007
CGOV	0,227	0,000	0,006	0,003	-0,058	0,002
CPRO	0,229***	0,024	0,006	0,020	-0,058	0,019

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CDOA é a conexão política por doações de campanha; CGOV é a conexão política através da estrutura de governança; CPRO é a conexão política através da estrutura de propriedade; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. (a) Os resultados completos dos modelos econométricos podem ser consultados nos Apêndices A1, A2 e A3. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Ao examinar o efeito da conexão política na estratégia de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, verificou-se que a existência de conexão via doação de campanha (CDOA) não se mostrou significativa em nenhum dos modelos analisados. Todavia, a existência de conexão política via estrutura de governança (CGOV) apresenta efeito negativo na divulgação de EBAJU (Coef. -2,680,  $p < 0,01$ ) e no nível de GRA (Coef. -0,014,  $p < 0,10$ ). Por fim, quando a empresa apresenta conexão política via estrutura de propriedade (CPRO), o efeito no gerenciamento de percepções ocorre apenas na divulgação de EBAJU (Coef. -8,040,  $p < 0,01$ ) e no nível de GRR (Coef. 0,229,  $p < 0,01$ ).

Esses resultados demonstram que a forma mais clara que a conexão política, realizada por meio das doações de campanha (CAMILO; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2012), parece não influenciar os níveis de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Contudo, formas menos evidentes, como a presença de (ex-)políticos na estrutura de governança e na estrutura de propriedade da empresa, afetam, embora pontualmente, os níveis de gerenciamento de percepções. Em suma, os resultados indicam uma redução dos níveis de EBAJU e GRA quando as empresas apresentam conexões via estrutura de governança e indicam um aumento dos níveis de GRR quando as empresas apresentam conexões via estrutura de propriedade.

A fim de aumentar a robustez dos resultados encontrados, analisou-se, adicionalmente, o impacto da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* através da inclusão de uma variável *dummy*. Essa variável é fruto da interação entre as formas de conexão

política e cada incentivo (*ANALYST*, *PROFIT*, *SUSPERF*) para realização de gerenciamento de percepções, em atendimento ao objetivo principal do estudo. Os resultados dessa análise são apresentados na Tabela 14.

Tabela 14 – Impacto<sup>(a)</sup> da conexão política e das firmas suspeitas de gerenciar (interação)

Suspeitas	ANALYST*CONEX	PROFIT*CONEX	SUSPERF*CONEX
<b>EBAJU</b>			
CDOA	-5,175	-0,265	-2,113
CGOV	6,170**	2,949*	-8,542***
CPRO	5,335*	-8,755*	-7,486***
<b>GRA</b>			
CDOA	-0,014	-0,021	-0,058
CGOV	0,164**	0,077	-0,194
CPRO	-0,021	-0,026	-0,143
<b>GRR</b>			
CDOA	-0,259**	0,052	0,097
CGOV	-0,153	-0,064	0,475*
CPRO	-0,290**	-0,022	0,141

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CDOA é a conexão política por doações de campanha; CGOV é a conexão política através da estrutura de governança; CPRO é a conexão política através da estrutura de propriedade; ANALYST\*CONEX são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas e que são conectadas politicamente; PROFIT\*CONEX são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas e que são conectadas politicamente; SUSPERF\*CONEX são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante e que são conectadas politicamente. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. (a) Os resultados completos dos modelos econométricos podem ser consultados nos Apêndices B1, B2 e B3. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

As variáveis de conexão política, quando interagidas com as variáveis de empresas suspeitas de gerenciar a percepção dos *stakeholders*, apresentam efeitos diversos nas estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Das regressões analisadas, os resultados indicam que os gestores de empresas conectadas via CDOA (Coef. -0,259,  $p < 0,05$ ), em média, diminuem os níveis de GRR a fim de atingir ou superar o consenso da previsão de lucro dos analistas. Esse resultado pode ser um indicativo de que as empresas conectadas politicamente são beneficiadas pelo governo, permitindo, a essas empresas, que acumulem reservas de caixa e, com isso, gerenciem-nas para diminuir o lucro da firma (BOUBAKRI et al., 2012; CHANEY; FACCIO; PARSLEY, 2011).

Sob a perspectiva da conexão política através da CGOV, as empresas gerenciam a divulgação dos resultados através da divulgação de resultados pro forma (*ANALYST*, *PROFIT* e *SUSPERF*), através do gerenciamento de resultados por *accruals* (*GRA*) e através do gerenciamento de resultados por decisões operacionais (*GRR*). Especificamente, as empresas conectadas via CGOV, em média, aumentam os valores reportados de EBAJU para atender ou superar o consenso dos analistas (Coef. 6,170,  $p < 0,05$ ) e para evitar a divulgação de perdas (Coef. -2,949,  $p < 0,10$ ), todavia, diminuem os valores de EBAJU para reportar lucros constantes aos períodos anteriores (Coef. -8,542,  $p < 0,01$ ). Além disso, essas empresas aumentam os níveis de GRA para atender ou superar a previsão dos analistas. Do mesmo modo, as empresas aumentam os níveis de GRR com a finalidade de reportar lucros constantes aos períodos anteriores.

Por fim, em relação à conexão política via CPRO, as empresas gerenciam a divulgação através da divulgação de resultados pro forma (*ANALYST*, *PROFIT* e *SUSPERF*) e através do gerenciamento de resultados por decisões operacionais (*ANALYST*). De modo geral, as empresas parecem aumentar os valores dos EBAJU para substituir a tentativa de atendimento do consenso dos analistas (Coef. 5,335,  $p < 0,10$ ), contudo, reduzem-**nos** para evitar desviar a atenção da divulgação de perdas (Coef. -8,755,  $p < 0,10$ ) e manter lucros constantes aos períodos anteriores (Coef. -7,486,  $p < 0,01$ ). Noutro turno, empresas com essa configuração diminuem, em média, os níveis de GRR para atingir e/ou superar o consenso dos analistas (Coef. -0,290,  $p < 0,05$ ).

Uma apreciação adicional pode ser realizada, ao observar que as empresas que apresentam algum vínculo político (*CDOA*, *CGOV* e *CPRO*) se utilizam de diferentes estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, a fim de atingir, pelo menos, um dos incentivos para gerenciar resultados contábeis e não contábeis. Essa combinação de estratégias, e seus diferentes efeitos (positivos e negativos), pode estar relacionada aos fatores relacionados ao *timing* de cada estratégia de gerenciamento de resultados. Nesse sentido, normalmente, o GRA pode ser realizado ao longo do exercício fiscal, enquanto o GRR é geralmente mais restrito a períodos específicos (ZANG, 2012). Os resultados pro forma, a exemplo do EBAJU, parecem ser utilizados somente quando as demais técnicas de gerenciamento de resultados estão restritas (BLACK et al., 2017). Nesse contexto, a seção 4.5 trata da relação entre os *trade-off* das estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Os resultados foram significativos para diversas variáveis relacionadas às formas de conexão política e ao gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (EBAJU, GRA e GRR).

Destarte, não é possível rejeitar as hipóteses  $H_{1a}$ ,  $H_{1b}$  e  $H_2$  (seção 2.4). Ou seja, há evidências de que o gerenciamento de percepções pelas empresas suspeitas é afetado pela conexão política, medido aqui via doação de campanha (CDOA), via estrutura de governança (CGOV) e via estrutura de propriedade (CPRO). A conexão política torna-se significativa e a significância econômica é alterada quando adicionadas as variáveis de suspeição de gerenciar resultados e de conexão política. Apesar da adição de variáveis de controle, ainda assim, é possível verificar que essas características não possam ser captadas na sua totalidade.

#### 4.5 Influência da conexão política no *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento

Existe um conjunto amplo de ferramentas à disposição dos gestores para gerenciar a percepção dos *stakeholders*, que incluem os resultados pro forma, o gerenciamento por *accruals* e por decisões operacionais. Deve-se ressaltar que o uso dessas estratégias não é isento de custos (BLACK et al., 2017; ZANG, 2012). Nesse sentido, buscando entender se a conexão política pode influenciar na escolha entre as estratégias de gerenciamento de percepções, a presente pesquisa fez uma adaptação do modelo de Braam et al. (2015) e de Black et al. (2017) em razão da limitação amostral e das informações disponíveis.

Com o objetivo de verificar a Hipótese 3 ( $H_3$ ), esta pesquisa investigou a existência de substituição e as preferências entre as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Deve-se ressaltar que essa análise é realizada para toda a amostra do estudo. A Tabela 15 apresenta os resultados que evidenciam a substituição entre o EBAJU, o GRA e o GRR.

Tabela 15 – Regressões<sup>(a)</sup> sobre a substituição entre as estratégias de gerenciamento

Equação 11 – (Variável dependente: GRR)					
Doação		Governança		Propriedade	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
GRA	0,012	GRA	0,029	GRA	0,040
CONEX	0,011	CONEX	0,031	CONEX	0,056**
GRA*CONEX	0,311***	GRA*CONEX	0,283	GRA*CONEX	-0,083
Equação 12 – (Variável dependente: GRR)					
Doação		Governança		Propriedade	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
EBAJU	-0,004***	EBAJU	-0,003***	EBAJU	-0,002***
CONEX	-0,012	CONEX	0,026	CONEX	0,019
EBAJU*CONEX	0,003***	EBAJU*CONEX	-0,001	EBAJU*CONEX	-0,002*

Equação 13 – (Variável dependente: GRA)

Doação		Governança		Propriedade	
GRA Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
EBAJU	0,001	EBAJU	0,000	EBAJU	0,000
CONEX	0,015	CONEX	-0,035	CONEX	-0,012
EBAJU*CONEX	0,000	EBAJU*CONEX	0,003	EBAJU*CONEX	0,001

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é uma variável *dummy*, que indica se a empresa apresenta conexão política; GRA\*CONEX é a variável interativa entre o gerenciamento de resultados por *accruals* e a conexão política; EBAJU\*CONEX é a variável interativa entre o resultado pro forma e a conexão política; **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. (a) Os resultados completos dos modelos econométricos podem ser consultados nos Apêndices C1, C2 e C3. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

A partir de uma análise geral, é possível observar que as preferências nas escolhas das estratégias de gerenciamento de percepções mostram-se distintas a partir da existência de conexão política. Inicialmente, verifica-se que as empresas, independente do tipo de conexão política, não têm preferências entre substituir entre a divulgação de resultados pro forma e o gerenciamento de resultados por *accruals*.

Além disso, um aumento no nível de GRA (Coef. 0,311,  $p < 0,01$ ) e no valor do EBAJU (Coef. 0,003,  $p < 0,01$ ) estão associados, em média, a um aumento nos níveis de GRR das empresas conectadas via doação de campanha (CDOA). Por outro lado, um aumento no nível de resultado pro forma (EBAJU) está associado, em média, a uma diminuição do nível de GRR (Coef. -0,002,  $p < 0,10$ ) das empresas conectadas via estrutura de propriedade (CPRO). O estudo desenvolvido por Braam et al. (2015) apresentam indícios de que as práticas de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais são distintas entre as empresas conectadas e as demais empresas. Os autores encontram que empresas conectadas são mais propensas a substituir o gerenciamento das decisões operacionais por *accruals*, quando comparadas com as demais empresas.

Essas evidências mostram que as empresas têm uma tendência de substituir o gerenciamento através dos resultados pro forma pelo gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Essa troca pode ser compreendida a partir dos custos e do *timing* de cada estratégia de gerenciamento de percepções, uma vez que as práticas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais são mais difíceis de serem detectadas (BRAAM et al., 2015), alterando, com isso, a realidade das transações da companhia (ROYCHOWDHURY, 2006). Sendo assim, parece que os gestores não empregam o gerenciamento de resultados

através da divulgação de resultados pro forma, quando o *benchmark* não é alcançado através das demais técnicas de gerenciamento de resultados, conforme exposto por Black et al. (2017).

A fim de verificar a preferência dos gestores entre resultados (não) gerenciados (por *accruals*, por decisões operacionais e resultados por forma), apresenta-se, na Tabela 16, os resultados das preferências entre as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Tabela 16 – Regressões<sup>(a)</sup> sobre a preferência entre as estratégias de gerenciamento

Equação 14 (Variável dependente: NGER)					
Amostra completa		Empresas conectadas		Empresas não conectadas	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
GRR	-0,333*	GRR	-0,449	GRR	-0,188
GRA	-0,979***	GRA	-0,851	GRA	-0,952***
EBAJU	-0,411***	EBAJU	-0,539***	EBAJU	-0,363***
NGER_RES	0,841***	NGER_RES	0,883***	NGER_RES	0,881***

Equação 15 (Variável dependente: GER)					
Amostra completa		Empresas conectadas		Empresas não conectadas	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
EBAJU	-0,218	EBAJU	-0,267	EBAJU	-0,207
NGER_RES	0,001	NGER_RES	-0,007	NGER_RES	0,001

Equação 16 (Variável dependente: MISS)					
Amostra completa		Empresas conectadas		Empresas não conectadas	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
GRR	-0,819***	GRR	-0,831**	GRR	-0,951***
GRA	-0,458***	GRA	-0,127	GRA	-0,558***
EBAJU	0,506***	EBAJU	0,540***	EBAJU	0,511***
NGER_RES	-0,837***	NGER_RES	-0,844***	NGER_RES	-0,902***

Equação 17 (Variável dependente: EBDUM)					
Amostra completa		Empresas conectadas		Empresas não conectadas	
Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
GRR	0,121	GRR	-0,503	GRR	0,224
GRA	-0,013	GRA	0,704	GRA	-0,039
NGER_RES	0,005	NGER_RES	0,008	NGER_RES	0,006
EBAJU <sub>t-1</sub>	3,330***	EBAJU <sub>t-1</sub>	4,038***	EBAJU <sub>t-1</sub>	3,304***

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; EBDUM é a variável *dummy* EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; NGER\_RES é a *dummy* resultado contábil não gerenciado; NGER é o resultado não gerenciado; MISS é a variável *dummy*, que indica que o resultado contábil não atinge a previsão dos analistas. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. (a) Os resultados completos dos modelos econométricos podem ser consultados nos Apêndices D1, D2 e D3. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

A Equação 14 examina se os gestores utilizam ferramentas de gerenciamento de percepções quando os resultados contábeis já atendem às expectativas com base em resultados não gerenciados. Os resultados mostram que, mesmo atendendo às expectativas de resultados não gerenciados, as empresas politicamente conectadas se utilizam apenas dos resultados do EBAJU (Coef. -0,539,  $p < 0,01$ ), enquanto as demais empresas gerenciam seus resultados através do GRA (Coef. -0,952,  $p < 0,01$ ) e do EBAJU (Coef. -0,363,  $p < 0,01$ ). Nesse contexto, Black et al. (2017) encontraram que os gestores preferem atender às expectativas com base em resultado não gerenciado, em vez de utilizar ferramentas de gerenciamento de percepções.

Por sua vez, a Equação 15 identifica o uso de ferramentas de gerenciamento de resultados para atender ou superar a previsão dos analistas, verificando se os gestores têm incentivos para divulgar resultados pro forma quando já gerenciaram os resultados para atender às expectativas dos *stakeholders*. Os resultados mostram um efeito negativo, contudo, não significativo da divulgação do resultado pro forma (Coef. -0,267,  $p > 0,10$ ), após o gerenciamento por *accruals* (GRA) e por decisões operacionais (GRR). A este respeito, Black et al. (2017) encontraram que, após gerenciar os resultados contábeis, as empresas têm menor probabilidade de divulgar resultados pro forma.

Seguindo o percurso de análise, a Equação 16 verifica a probabilidade de as empresas divulgarem resultados pro forma quando o gerenciamento de resultados simplesmente não atende às expectativas dos analistas. Os resultados relevam uma associação significativa e positiva do EBAJU e a perda da expectativa dos analistas, tanto nas empresas conectadas (Coef. 0,540,  $p < 0,01$ ) como nas demais empresas (Coef. 0,511,  $p < 0,01$ ); entretanto, com maior intensidade nas empresas politicamente conectadas. Esses achados sugerem que os gestores que não atenderam às expectativas utilizando ferramentas de gerenciamento de resultados têm mais probabilidade de divulgar resultados pro forma, convergindo com o resultado encontrado no estudo de Black et al. (2017).

Por fim, a Equação 17 explora diretamente a relação entre os resultados pro forma e cada uma das ferramentas de gerenciamento de resultados. Os resultados atestam que não há relação significativa entre as variáveis de gerenciamento. Observa-se, contudo, que as firmas que apresentam maiores resultados de EBAJU em períodos anteriores têm maior probabilidade de divulgar voluntariamente resultados pro forma. Black et al. (2017) encontraram, a este respeito, que as empresas têm maior probabilidade de substituir a divulgação de resultados pro forma pelo gerenciamento de resultados por *accruals*.



A presente pesquisa definiu como uma das hipóteses de trabalho o fato de que o *trade-off* entre as estratégias de gerenciamento de percepções são impactados pela conexão política (H<sub>3</sub>), medido aqui através da conexão via doação de campanha (CDOA), **via** estrutura de governança (CGOV) e via estrutura de propriedade (CPRO). De acordo com os resultados apresentados, não foi possível rejeitar essa hipótese, pois, considerando a significância estatística de substituição (Tabela 15) e de preferências (Tabela 16) das estratégias de gerenciamento de percepções, não se pode rejeitar a influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

#### 4.6 Análise de sensibilidade

Após realizar a análise da relação entre as empresas suspeitas de gerenciar, a conexão política e as estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, procedeu-se à análise de sensibilidade, investigando, inicialmente, se a existência de conexão política nas empresas suspeitas de gerenciar afeta a divulgação de resultados pro forma agressivos. A medida de agressividade, utilizada neste estudo, foi mensurada a partir da diferença entre o EBITDA regulado e o EBITDA ajustado (*DIFEBITDA*), e a diferença entre o EBITDA ajustado e o lucro líquido (*DIFLUCRO*). Os resultados dessa análise são apresentados nas Tabelas 17 e 18, respectivamente.

Tabela 17 – Efeito da conexão política no gerenciamento agressivo (*DIFEBITDA*)

Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
ANALYST	-6,005	PROFIT	3,136	SUSPERF	7,407
CONEX	-1,661	CONEX	-1,481	CONEX	-1,330
ANALYST*CONEX	19,151	PROFIT*CONEX	0,160	SUSPERF*CONEX	6,184
TAM	-1,113	TAM	-1,041	TAM	-0,975
ROA	-3,986**	ROA	-3,877**	ROA	-4,148**
VEN	-20,756	VEN	-20,720	VEM	-20,528
ALA	-0,443	ALA	-0,410	ALA	-0,415
AUD	12,168	AUD	12,116	AUD	12,380
ADR	5,252	ADR	4,887	ADR	4,835
INF	-0,605	INF	-0,577	INF	-0,616
PIB	-0,043	PIB	0,028	PIB	0,044
CAM	3,607	CAM	4,028	CAM	4,128
Intercepto	4,498	Intercepto	1,113	Intercepto	-0,040
Observações	429	Observações	429	Observações	429
Empresas	107	Empresas	107	Empresas	107

R2	4,15	R2	4,17	R2	4,19
VIF	1,67	VIF	1,70	VIF	1,65
Teste F ou Chi2	0,120	Teste F ou Chi2	0,256	Teste F ou Chi2	0,115
Teste White	0,000	Teste White	0,000	Teste White	0,000
Teste Wooldridge	0,000	Teste Wooldridge	0,000	Teste Wooldridge	0,000
Teste de Breusch-Pagan	0,138	Teste de Breusch-Pagan	0,130	Teste de Breusch-Pagan	0,137
Teste de Hausman	0,974	Teste de Hausman	0,642	Teste de Hausman	0,975

**Legenda:** DIFEBITDA é a diferença entre o EBITDA ajustado e o EBITDA regulado; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; ANALYST\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas e as empresas conectadas politicamente; PROFIT\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas e as empresas conectadas politicamente; SUSPERF\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante e as empresas conectadas politicamente; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*\* representa nível de significância estatística de 5%.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

A literatura defende que as práticas de gerenciamento de percepções podem ser agressivas ou oportunistas – principalmente em relação aos resultados pro forma, em razão da discricionariedade dada aos gestores de excluir itens não recorrentes dos resultados contábeis, para exceder a previsão/consenso dos analistas (BLACK; CHRISTENSEN, 2009; BROWN; CHRISTENSEN; ELLIOTT, 2012). Apesar disso, os resultados não mostram uma relação significativa de que, na existência de conexão política (*CONEX*) nas empresas suspeitas de gerenciar (*ANALYST*, *PROFIT* e *SUSPERF*), os resultados pro forma oportunistas/agressivos são afetados.

Tabela 18 – Efeito da conexão política no gerenciamento agressivo (DIFLUCRO)

Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.	Variáveis	Coef.
ANALYST	-14,954	PROFIT	-36,525	SUSPERF	-0,886
CONEX	-23,976	CONEX	-18,222	CONEX	-23,889
ANALYST*CONEX	15,968	PROFIT*CONEX	-39,176	SUSPERF*CONEX	14,347
TAM	0,029	TAM	0,954	TAM	0,165
ROA	-10,432	ROA	-10,842	ROA	-10,555
VEN	6,308	VEN	6,501	VEN	6,431
ALA	0,875	ALA	0,781	ALA	0,877
AUD	38,968**	AUD	37,510**	AUD	38,845**
ADR	4,051	ADR	4,344	ADR	2,943

INF	2,592	INF	2,475	INF	2,592
PIB	-0,740	PIB	-0,907	PIB	-0,762
CAM	-66,675**	CAM	-67,696**	CAM	-66,636**
Intercepto	126,109	Intercepto	122,631	Intercepto	124,040
Observações	1732	Observações	1732	Observações	1732
Empresas	226	Empresas	226	Empresas	226
R2	2,43	R2	2,78	R2	2,47
VIF	1,69	VIF	1,71	VIF	1,69
Teste F ou Chi2	0,002***	Teste F ou Chi2	0,002***	Teste F ou Chi2	0,002***
Teste White	0,000	Teste White	0,000	Teste White	0,000
Teste Wooldridge	0,802	Teste Wooldridge	0,759	Teste Wooldridge	0,802
Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000
Teste de Hausman	0,727	Teste de Hausman	0,784	Teste de Hausman	0,825

**Legenda:** DIFLUCRO é a diferença entre o EBITDA ajustado e o lucro líquido; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; ANALYST\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas e as empresas conectadas politicamente; PROFIT\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas e as empresas conectadas politicamente; SUSPERF\*CONEX é variável interativa entre as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante e as empresas conectadas politicamente; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Posteriormente, realizou-se o estudo dos (des)incentivos da divulgação voluntária, **que** é realizada apenas para testar a robustez da segunda hipótese (H<sub>2</sub>) do estudo. A Teoria da Divulgação sugere que as empresas têm maior probabilidade de fornecer informações voluntárias, que incluem os resultados pro forma, quando apresenta maiores incentivos do mercado de capitais, enfrentam maiores risco de litígio e têm menores custos de propriedade (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

A eficiência do mercado de capitais (*MKT*) foi medida a partir da *proxy* disponível pelo *IMD World Competitiveness*, construída a partir de indicadores de produtividade e eficiência, mercado de trabalho, finanças, práticas gerenciais e atitudes e valores. É esperado que, quando interagida com a variável *MKT*, a conexão política diminua a prática de gerenciamento através da divulgação de percepções dos pro forma. Os resultados dessa análise estão dispostos na Tabela 19.

Tabela 19 – Efeito da conexão política e da eficiência de mercado no gerenciamento

Variáveis	Var. dep.: EBAJU	Var. dep.: GRA	Var. dep.: GRR
	Coef.	Coef.	Coef.
CONEX	2,175*	-0,223	-0,141
MKT	-0,273**	-0,001	-0,002
CONEX*MKT	-0,432*	0,005	0,003
TAM	0,717**	-0,018***	-0,002
ROA	0,282	0,220***	-0,049
VEN	0,268	0,014	0,009
ALA	0,084	-0,021***	0,000
AUD	0,482	0,049**	-0,020
ADR	1,950**	0,032	0,115
INF	-0,498***	0,019***	-0,002
PIB	-0,741***	0,006	-0,003
CAM	-1,756**	0,000	-0,004
Intercepto	1,952*	0,090	0,205
Observações	1764	1239	1647
Empresas	230	194	220
R2	9,28	16,43	7,14
VIF	1,47	1,72	1,70
Teste F ou Chi2	0,000***	0,000***	0,496
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,021	0,099	0,022
Teste de Breusch-Pagan	0,000	1,000	0,000
Teste de Hausman	0,305	0,275	0,000

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é uma variável *dummy* que indica a existência de conexão política; MKT é a eficiência do mercado; CONEX\*MKT é variável interativa entre a existência de conexão política e a eficiência de mercado; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Apenas os modelos que têm o gerenciamento através dos resultados pro forma (EBAJU) e dos *accruals* (GRA) mostraram significância estatística. Embora o modelo de GRA apresente significância, os resultados mostram que nem a conexão política nem o nível de eficiência do mercado de capitais parecem afetar o nível de gerenciamento de resultados por *accruals*. Por outro lado, os resultados evidenciam que a existência de conexão política afeta positivamente o valor reportado pelas empresas na divulgação do EBAJU (Coef. 2,175,  $p < 0,10$ ). Contudo,

quando interagida com a variável de eficiência do mercado de capitais, o efeito torna-se inverso (Coef. -0,432,  $p < 0,10$ ), reduzindo o valor reportado por tal medida.

Esses resultados convergem com os achados do estudo de Hung, Kim e Li (2018), que, apesar de utilizar a divulgação de previsão de lucros como medida pro forma, encontram que a conexão política é menor em mercados menos eficientes. Neste trabalho, por sua vez, as evidências indicam que um aumento no nível de eficiência do mercado de capitais, menor será a divulgação de resultados pro forma nas empresas politicamente conectadas.

Posteriormente, analisa-se o efeito mitigador do risco de litígio na divulgação dos resultados pro forma por empresas de setores mais litigiosos, como, por exemplo, aqueles relacionados a biotecnologia, tecnologia da informação, eletrônicos, utilidade pública, comunicação e varejo. O efeito da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. a partir do risco de litígio, é apresentado na Tabela 20.

Tabela 20 – Conexão política e gerenciamento a partir do risco de litígio

Variáveis	Sem risco de litígio			Variáveis	Com risco de litígio		
	EBAJU	GRA	GRR		EBAJU	GRA	GRR
CONEX	5,621***	0,013	0,027	CONEX	-0,627	-0,041**	0,034
TAM	0,636	-0,026***	0,020***	TAM	0,938***	-0,001	0,014
ROA	0,247	0,289***	-0,118***	ROA	0,529	0,115***	-0,017
VEN	-0,222	-0,010	-0,003	VEN	-0,386	0,097***	-0,028
ALA	0,070	-0,016***	-0,009***	ALA	0,031	-0,027***	0,019**
AUD	3,156**	0,064**	-0,083***	AUD	-0,214	0,001	-0,038
ADR	21,226***	0,032	-0,041	ADR	13,275***	0,030	0,124***
INF	-0,223	0,024***	0,002	INF	-0,005	0,000	-0,001
PIB	-0,228	0,006	-0,001	PIB	-0,105	-0,005	-0,005
CAM	-2,788	0,006	-0,020	CAM	-1,813*	-0,023	-0,054
Intercepto	1,496	0,104	-0,192	Intercepto	-5,211	0,097	0,017
Observações	1231	916	1170	Observações	533	323	477
Empresas	162	141	158	Empresas	68	53	62
R2	9,79	18,98	5,42	R2	8,73	20,85	19,86
VIF	1,73	1,79	1,80	VIF	1,79	1,79	1,72
Teste F ou Chi2	0,000***	0,000***	0,000***	Teste F ou Chi2	0,052**	0,000***	0,035**
Teste White	0,000	0,000	0,000	Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,000	0,108	0,001	Teste Wooldridge	0,096	0,108	0,782
Teste de BP	0,000	1,000	0,000	Teste de BP	0,000	0,025	0,000
Teste de Haus.	0,257	0,241	0,600	Teste de Haus.	0,257	0,636	0,000

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é a existência de conexão política; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de

títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 20, é possível observar que, nas empresas pertencentes a setores litigiosos, a existência de alguma forma de conexão política influencia negativamente o nível de gerenciamento de resultados por *accruals* (Coef. -0,041,  $p < 0,05$ ). Esse resultado indica que os gestores de empresas de setores mais sensíveis optam por gerenciar os *accruals*, reduzindo o valor do lucro reportado. Assim, esse resultado sugere que menor o risco de litígio nas empresas conectadas é outro fator que explica, porque as **essas** empresas apresentam resultados com maiores níveis de GRA do que nas empresas não conectadas. Hung, Kim e Li (2018) encontraram que o risco de litígio nas empresas conectadas explica o baixo nível de previsões de gerenciamento, quando comparado com as empresas não conectadas.

Por fim, as empresas conectadas têm maior acesso a contratos e apoio por parte do governo e, portanto, apresentam menores custos de propriedade ao divulgar maior volume de informações, esses custos poderiam motivar as empresas conectadas a divulgar mais resultados pro forma, contrabalançando o efeito do incentivo do mercado de capitais e do risco de litígio. Os resultados dessa análise está apresenta na Tabela 21.

Tabela 21 – Conexão política e gerenciamento a partir dos custos de propriedade

Sem custos de propriedade				Com custos de propriedade			
Variáveis	EBAJU	GRA	GRR	Variáveis	EBAJU	GRA	GRR
CONEX	1,443	-0,027	-0,006	CONEX	8,170***	0,008	0,027
TAM	1,378***	-0,023**	-0,005	TAM	-1,513*	-0,012*	0,010
ROA	0,886**	0,321**	-0,092*	ROA	-0,965	0,008	-0,014
VEN	-0,675**	-0,009	0,026	VEN	5,017	0,116***	-0,073**
ALA	0,245***	-0,023	-0,003	ALA	-0,408	-0,003	0,006
AUD	0,252	0,064**	-0,038*	AUD	7,335	-0,040	0,013
ADR	15,478***	0,004	0,148	ADR	21,881***	0,023	0,263
INF	-0,070	0,034***	0,002	INF	-0,385	-0,012**	-0,006*
PIB	-0,153	0,044***	-0,001	PIB	0,078	-0,009	-0,002
CAM	-2,153	0,275***	-0,026	CAM	-2,597	-0,019	0,023
Intercepto	-10,255*	-1,375	0,162	Intercepto	27,932	0,395**	-0,236
Observações	1327	910	1252	Observações	437	329	395
Empresas	201	158	192	Empresas	82	67	77
R <sup>2</sup>	11,02	28,18	7,47	R <sup>2</sup>	10,44	7,39	2,15

VIF	1,75	1,76	1,76	VIF	1,74	1,76	1,75
Teste F ou Chi2	0,000***	0,000***	0,000***	Teste F ou Chi2	0,000***	0,003***	0,003***
Teste White	0,000	0,000	0,000	Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,150	0,100	0,018	Teste Wooldridge	0,000	0,534	0,960
Teste de BP	0,000	1,000	0,000	Teste de BP	0,000	1,000	0,000
Teste de Haus.	0,376	0,004	0,000	Teste de Haus.	0,000	0,171	0,117

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é a existência de conexão política; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Os resultados mostram que as empresas com maiores níveis de custos de propriedade reportam maiores níveis de resultados pro forma, medida pela *proxy* de EBAJU (Coef. 8,170,  $p < 0,01$ ). Assim, este resultado sugere que as preocupações com o mercado de produtos são outro fator que contribui para a diferença na divulgação do EBAJU nas empresas politicamente conectadas.

Considerando que este estudo analisa o efeito da conexão política na contabilidade das empresas, torna-se relevante identificar como a conjuntura política e de governança pode afetar essa relação. Os resultados são evidenciados na Tabela 22. A variável *Worldwide Governance Indicators* (WGI), divulgada pelo Banco Mundial, apresenta indicadores agregados e de governança nacional, que incluem fatores relacionados à estabilidade política, à efetividade governamental, à qualidade regulatória, ao controle da corrupção.

Tabela 22 – Efeito da conexão política e da governança do país no gerenciamento

Variáveis	Var. dep.: EBAJU	Var. dep.: GRA	Var. dep.: GRR
	Coef.	Coef.	Coef.
CONEX	0,421	-0,003	0,004
WGI	5,490**	0,620	0,284
CONEX*WGI	3,449***	-0,329*	-0,134
TAM	0,740**	-0,018***	-0,002
ROA	0,297	0,220***	-0,049
VEN	0,367	0,014	0,010
ALA	0,100*	-0,021***	0,115
AUD	0,251	0,047	-0,022
ADR	1,947**	0,033***	0,000

INF	-0,888**	0,011	-0,003
PIB	-0,890**	-0,002	-0,004
CAM	3,554*	0,058	0,015
Intercepto	-2,372	0,028	0,066
Observações	1764	1239	1647
Empresas	230	194	220
R <sup>2</sup>	9,32	15,74	7,07
VIF	6,38	6,35	6,30
Teste F ou Chi2	0,000***	0,000***	0,557
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,023	0,098	0,022
Teste de BP	0,000	1,000	0,000
Teste de Haus.	0,267	0,084	0,000

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é a existência de conexão política; WGI é o índice de governança do país; CONEX\*WGI é a variável interativa entre a existência de conexão e o índice de governança do país; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 22, verifica-se que a variável de conexão política, quando interagida com o nível de governança do país, afeta positiva e negativamente o resultado do EBAJU (Coef. 3,449,  $p < 0,01$ ) e do nível de GRA (Coef. -0,329,  $p < 0,10$ ). Esses resultados sugerem que as empresas politicamente conectadas, quando o nível de governança do país é alto, tendem a divulgar maiores resultados de EBAJU e menores níveis de GRA.

A literatura tem destacado que, em razão de as conexões políticas não serem aleatórias e de que são as empresas que escolhem se conectarem politicamente (FACCIO, 2006), alguns estudos têm implementado o procedimento de regressão de dois estágios de Heckman, para controlar possíveis efeitos de autosseleção da amostra (GROSS et al., 2016; HARYMAWAN; NOWLAND, 2016; HUNG; KIM; LI, 2018; KIM; ZHANG, 2016; WANG; ANDERSON; CHI, 2018; WANG et al., 2017). Os resultados da Tabela 23 exploram os determinantes que explicam a probabilidade de existência de conexão política.

Tabela 23 – Regressão entre as variáveis explicativas da conexão política

CONEX	Coef.
TAM	0,049**



ROA	0,065
VEN	-0,079
ALA	-0,012
AUD	0,163*
ADR	0,358**
INF	-0,053**
PIB	0,117***
CAM	1,396***
HERF	0,011
ESTAB	5,434***
Intercepto	-4,567***
Obs.	1764
Pseudo R <sup>2</sup>	14,48
Teste Chi <sup>2</sup>	0,000***

**Legenda:** CONEX é a existência de conexão política; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar; HERF é o índice de competição; ESTAB é estabilidade política e a corrupção. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

A Tabela 23 explora os fatores determinantes do engajamento das empresas em vínculos políticos. Em nível organizacional, os resultados mostram que o tamanho (Coef. 0,049,  $p < 0,05$ ), a auditoria (Coef. 0,163,  $p < 0,10$ ) e a emissão de ADRs (Coef. 0,358,  $p < 0,05$ ) aumentam a probabilidade de a empresa se conectar politicamente. Em nível institucional, enquanto o Produto Interno Bruto (Coef. 0,117,  $p < 0,01$ ) e o câmbio (Coef. 1,296,  $p < 0,01$ ) aumentam a probabilidade de as empresas se conectarem politicamente, a inflação (Coef. 10,053,  $p < 0,05$ ) reduz essa probabilidade.

Posteriormente, no segundo estágio, regride-se a conexão política com o gerenciamento de percepções – representadas pelo gerenciamento de resultados por *accruals*, por decisões operacionais e pelos resultados pro forma – adicionando a variável *Inverse Mills Ratio* (MILLS), gerada no primeiro estágio da regressão. Se houver uma questão de autosseleção, espera-se que a variável *mills* seja estatisticamente significativa. A Tabela 24 apresenta o efeito da conexão no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

Tabela 24 – Efeito da conexão no gerenciamento de percepções com a variável MILLS

Variáveis	Var. dep.: EBAJU	Var. dep.: GRA	Var. dep.: GRR
	Coef.	Coef.	Coef.
CONEX	3,591**	-0,008	0,015

MILLS	0,024	-0,008	-0,003
TAM	0,677*	-0,021**	-0,011
ROA	0,978*	0,167***	-0,082**
VEN	-0,640	0,026	0,003
ALA	0,113	-0,012	-0,004
AUD	2,786***	0,033	-0,036
ADR	16,296***	0,014	0,127**
INF	-0,154	0,018**	-0,002
PIB	-0,153	0,015	-0,006
CAM	-2,442	0,113	-0,027
Intercepto	16,290	-0,375	0,264
Obs.	1764	1239	1647
R2	13,55	18,41	3,10
VIF	4,31	4,73	4,90
Teste F	0,000***	0,043**	0,245
Teste White	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,022	0,022	0,022

**Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CONEX é a existência de conexão política; MILLS relação inversa para controlar viés de seleção de amostra em relação à conexão política; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. **Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

O resultado mostra que a variável MILLS não se mostrou significância estatística, indicando que os resultados não são impactos pelo viés de autosseleção. Esse resultado fortalece que os achados estão livres de vieses. Nesse modelo, os resultados evidenciam que a existência de conexão política aumenta a probabilidade de uma empresa reportar resultado pro forma, mas não de gerenciar resultados contábeis por *accruals* e por decisões operacionais.

Os resultados apresentados, nesta seção, tiveram por objetivo realizar análises adicionais, assim como para aumentar a robustez dos testes de hipóteses. Em suma, os resultados apresentados sugerem que: (i) a existência de conexão política não afeta o nível de agressividade do gerenciamento através do reporte do resultado pro forma; (ii) a divulgação de resultados pro forma é afetada pela existência de (des)incentivos, propostos pela teoria da divulgação voluntária; (iii) o desenvolvimento do nível de governança do país altera o comportamento da conexão política, reduzindo o efeito desta no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*; (iv) não foi evidenciado viés de seleção da amostra.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste estudo foi de investigar a influência da conexão política no gerenciamento de percepções dos *stakeholders* em companhias abertas brasileiras. Foram utilizadas três *proxies* para capturar os vínculos políticos entre empresas/gestores e políticos/partidos políticos: através da estrutura de governança, através da estrutura de propriedade e através das doações de campanha.

No que concerne às *proxies* de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, este estudo adotou em suas análises aquelas por meio do gerenciamento de resultados por *accruals* (DECHOW et al., 2012), conhecido como uma versão atualizada do modelo de Jones Modificado, incorporando, ao modelo, a reversão dos *accruals*. Utilizou-se também o gerenciamento de resultados por meio das decisões operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006), considerando o comportamento anormal dos custos de produção, das despesas operacionais e dos fluxos de caixa.

Foram definidas três hipóteses norteadoras desta pesquisa. Elas predisseram que a prática de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* por meio dos *accruals* (H<sub>1a</sub>), por meio das decisões operacionais (H<sub>1b</sub>), por meio da divulgação de resultados pro forma (H<sub>2</sub>) e o *trade-off* entre as estratégias são influenciados pela conexão política, quando considerados os incentivos gerenciais para tais práticas.

Em suma, as evidências indicam que a conexão política tem impacto no gerenciamento de percepções dos *stakeholders*. Além disso, observou-se que essa relação pode variar em função dos tipos de vínculos políticos, das estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* e dos incentivos que levam os gestores a realizarem práticas discricionárias para atingir/superar a previsão dos analistas, manter o resultado de lucro reportado em período anterior e divulgar lucro próximo a zero.

Os resultados mostram que, em geral, os incentivos reduzem os valores ajustados do resultado pro forma reportado e, ao mesmo tempo, aumentam os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais. Ao examinar a influência direta da conexão política no gerenciamento de percepções, percebeu-se a conexão, via estrutura de governança, reduz os níveis de gerenciamento de percepções (resultados pro forma e por *accruals*); contudo, a conexão, via estrutura de propriedade, aumenta os níveis de resultado pro forma. Percebeu-se que a forma mais evidente de conexão política, via doação de campanha, parece não afetar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*.

As interações entre as variáveis relacionadas às formas de conexão política e às variáveis dos incentivos demonstraram indícios de que as empresas conectadas, sob todas as formas, utilizaram o gerenciamento de percepções – através do aumento/diminuição da divulgação de resultados pro forma – para atingir/superar o consenso dos analistas e para manter lucro reportado em períodos anteriores. Além disso, foi identificado que as empresas conectadas, via estrutura de governança, aumentam os níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* para atingir/superar o consenso dos analistas. E, por fim, evidenciou-se que as empresas conectadas, via doação de campanha e via estrutura de propriedade, reduzem os níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais para atingir/superar o consenso dos analistas, todavia, àquelas empresas conectadas, via estrutura de governança, aumentam esses níveis de gerenciamento para manter lucro constante. Reforça-se que, quando interagidas com as variáveis de incentivos, a conexão política torna-se mais economicamente significativa.

Diante desses achados, não foi possível rejeitar as Hipóteses 1 ( $H_{1a}$  e  $H_{1b}$ ) e 2 ( $H_2$ ) da presente pesquisa. Portanto, cabe ressaltar que as informações contábeis e não contábeis de empresas suspeitas, como descritas anteriormente, podem requerer mais cautela em sua análise, especialmente quando a empresa está conectada via estrutura de governança e via estrutura de propriedade. O uso de gerenciamento de percepções dos *stakeholders* pode comprometer os resultados futuros destas empresas, seja pela divulgação voluntária dos resultados pro forma, seja para intensidade dos níveis de gerenciamento de resultados por *accruals* e/ou por atividades.

Com relação ao *trade-off* das estratégias de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*, foi evidenciado que as empresas conectadas demonstram não realizar substituições entre os resultados pro forma e o gerenciamento por *accruals*. Contudo, as empresas conectadas, via doação de campanha, substituem o gerenciamento de resultados por *accruals* e resultados pro forma, quando comparado com o gerenciamento por decisões operacionais. Por outro lado, as empresas conectadas, via estrutura de propriedade, substituem o gerenciamento por decisões operacionais ao invés de divulgar resultados pro forma. Ainda em relação ao *trade-off*, os resultados parecem sugerir que as empresas conectadas apresentam menores preferências nas práticas de gerenciamento de percepções, quando comparadas com as demais empresas. Sendo assim, a Hipótese 3 ( $H_3$ ) foi aceita.

Por fim, os resultados aqui apresentados contribuem para a literatura, principalmente ao relacionar o gerenciamento de percepções dos *stakeholders* (resultados pro forma, por *accruals* e por decisões operacionais) e a conexão política (doação de campanha, estrutura de governança e estrutura de propriedade), considerando os incentivos das firmas em gerenciar os resultados

contábeis e não contábeis. Sendo os resultados contábeis e não contábeis uma das informações utilizadas pelos investidores na alocação dos recursos, este estudo lança luz, sob a perspectiva da Teoria da Agência, sobre os riscos que podem existir quando as informações são divulgadas por empresas suspeitas. Tais riscos podem ser considerados maiores ou menores, a depender do tipo de conexão política, influenciando as previsões futuras e/ou atuais por conta do gerenciamento das informações contábeis e não contábeis.

Ressalta-se ainda que o presente estudo se limita ao período e à amostra estudada. Adicionalmente, convém destacar que as *proxies* utilizadas para representar a conexão política podem não ser as mais eficientes para capturar o comportamento dos vínculos políticos. Por fim, sob esse aspecto, a análise do *trade-off* capturou apenas as preferências dos gestores, entretanto, não identifica a magnitude dessas preferências. Como sugestão para futuras pesquisas, indica-se a expansão do período de análise para outros pleitos eleitorais, assim como a utilização de outros métodos de estimações para gerenciamento de resultados e divulgação de resultados pro forma.

## REFERÊNCIAS

- ABERNATHY, J. L.; BEYER, B.; RAPLEY, E. T. Earnings management constraints and classification shifting. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 41, n. 5–6, p. 600–626, 2014.
- ADHIKARI, A.; DERASHID, C.; ZHANG, H. Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, n. 5, p. 574–595, 2006.
- AHARONY, J.; LIN, C.-J.; LOEB, M. P. Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. **Contemporary Accounting Research**, v. 10, n. 1, p. 61–81, 1993.
- AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- AL-DHAMARI, R.; ISMAIL, K. N. I. K. Cash Holding, political connection and earning quality. **International Journal of Managerial Finance**, v. 11, n. 2, p. 215–231, 2015.
- AL-HADI, A.; TAYLOR, G.; AL-YAHYAEE, K. H. Ruling Family Political Connections and Risk Reporting: Evidence from the GCC. **International Journal of Accounting**, v. 51, n. 4, p. 504–524, 2016.
- ALBRING, S. M.; CABÁN-GARCÍA, M. T.; RECK, J. L. The value relevance of a non-GAAP performance metric to the capital markets. **Review of Accounting and Finance**, v. 9, n. 3, p. 264–284, 2010.
- ALLEE, K. D.; BHATTACHARYA, N.; BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T. E. Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data. **Accounting, Organizations and Society**, v. 32, n. 3, p. 201–222, 2007.
- ATTIA, M. B. R.; LASSOUED, N.; ATTIA, A. Political costs and earnings management: evidence from Tunisia. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, v. 6, n. 4, p. 388–407, 2016.
- AUBERT, F. The relative informativeness of GAAP and pro forma earnings announcements in France. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 2, n. 1, p. 1–14, 2010.
- AUBERT, F.; GRUDNITSKI, G. The role of reconciliation quality in limiting mispricing of non-GAAP earnings announcements by EURO STOXX firms. **Advances in Accounting**, v. 30, n. 1, p. 154–167, 2014.
- BADERTSCHER, B. A. Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. **The Accounting Review**, v. 86, n. 5, p. 1491–1518, 2011.
- BAIK, B. et al. The role of institutional environments in cross-border mergers? A perspective from bidders’ earnings management behavior. **Management International Review**, v. 55, n. 5, p. 615–646, 2015.
- BAIK, B.; BILLINGS, B. K.; MORTON, R. M. Reliability and transparency of non-GAAP disclosures by real estate investment trusts (REITs). **The Accounting Review**, v. 83, n. 2, p. 271–301, 2008.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159–178, 1968.
- BALL, R.; KOTHARI, S. P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 1, p. 1–51, 2000.

- BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. S. Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1–3, p. 235–270, 2003.
- BANSAL, N.; SEETHARAMAN, A.; WANG, X. F. Managerial risk-taking incentives and non-GAAP earnings disclosures. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v. 9, n. 1, p. 100–121, 2013.
- BARNEY, J. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99–120, 1991.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 19, p. 27–39, 2013.
- BARTOV, E. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. **The Accounting Review**, v. 68, n. 4, p. 840–855, 1993.
- BARTOV, E.; GIVOLY, D.; HAYN, C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 2, p. 173–204, 2002.
- BARTOV, E.; MOHANRAM, P. Private Information, Earnings Manipulations, and Executive Stock-Option Exercises. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 889–920, 2004.
- BATTA, G.; SUCRE HEREDIA, R.; WEIDENMIER, M. Political Connections and Accounting Quality under High Expropriation Risk. **European Accounting Review**, v. 23, n. 4, p. 485–517, 2014.
- BEATTIE, V.; JONES, M. J. Measurement distortion of graphs in corporate reports: an experimental study. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 4, p. 546–564, 2002.
- BEAVER, W. H. The information content of annual announcements earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 1968, p. 67–92, 1968.
- BEAVER, W.; LAMBERT, R.; MORSE, D. The information content of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 2, n. 1, p. 3–28, 1980.
- BECKER, C. L.; DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J.; SUBRAMANYAM, K. R. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 22, n. 1, p. 109–126, 2003.
- BEDARD, J.; CHTOUROU, S. M.; COURTEAU, L. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, v. 23, n. 2, p. 13–35, 2004.
- BEKIRIS, F. V.; DOUKAKIS, L. C. Corporate governance and accruals earnings management. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n. 7, p. 439–456, 2011.
- BENEISH, M. D. The Detection of Earnings Manipulation. **Financial Analysts Journal**, v. 55, n. 5, p. 24–36, 1999.
- BENTLEY, J. W.; CHRISTENSEN, T. E.; GEE, K. H.; WHIPPE, B. C. Disentangling Managers' and Analysts' Non-GAAP Reporting. **Journal of Accounting Research**, p. 1–54, 2018.
- BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 3, p. 511–529, 2006.
- BERKMAN, H.; COLE, R. A.; FU, L. J. Political connections and minority-shareholder

protection: Evidence from securities-market regulation in China. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 6, p. 1391–1417, 2010.

BHATTACHARYA, N.; BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T. E.; LARSON, C. R. Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 36, n. 1–3, p. 285–319, 2003.

BHATTACHARYA, N.; BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T. H.; MERGENTHALER, R. D. Who Trades on Pro Forma Earnings Information? **The Accounting Review**, v. 82, n. 3, p. 581–619, 2007.

BLACK, D. E.; CHRISTENSEN, T. E. US managers' use of "pro forma" adjustments to meet strategic earnings targets. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 36, n. 3–4, p. 297–326, 2009.

BLACK, E. L. The Ethical Reporting of Non-GAAP Performance Measures. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 70, p. 7–11, 2016.

BLACK, E. L.; CHRISTENSEN, T. E.; JOO, T. T.; SCHMARDEBECK, R. The Relation Between Earnings Management and Non-GAAP Reporting. **Contemporary Accounting Research**, v. 34, n. 2, p. 750–782, 2017.

BLAU, B. M.; BROUGH, T. J.; THOMAS, D. W. Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks. **Journal of Banking and Finance**, v. 37, n. 8, p. 3007–3017, 2013.

BONA-SÁNCHEZ, C.; PÉREZ-ALEMÁN, J.; SANTANA-MARTÍN, D. J. Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. **Corporate Governance: An International Review**, v. 22, n. 4, p. 330–346, 2014.

BOUBAKRI, N.; GUEDHAMI, O.; MISHRA, D.; SAFFAR, W. Political connections and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 3, p. 541–559, 2012.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J. C.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 654–673, 2008.

BRAAM, G.; NANDY, M.; WEITZEL, U.; LODH, S. Accrual-based and real earnings management and political connections. **International Journal of Accounting**, v. 50, n. 2, p. 111–141, 2015.

BRADSHAW, M. T.; SLOAN, R. G. GAAP versus the Street: An empirical assessment of two alternative definitions of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 41–66, 2002.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCONI, R.; BANDEIRA-DE-MELO, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98–124, 2014.

BROWN, L. D.; SIVAKUMAR, K. Comparing the value relevance of two operating income measures. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 4, p. 561–572, 2003.

BROWN, N. C.; CHRISTENSEN, T. E.; ELLIOTT, W. B.; MERGENTHALER, R. D. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 1–40, 2012.

BROWN, N. C.; CHRISTENSEN, T. E.; ELLIOTT, W. B. The Timing of Quarterly "Pro Forma" Earnings Announcements. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 39, n. 3–4, p. 315–359, 2012.



- BURGSTHALER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 24, n. 1, p. 99–126, 1997.
- BURGSTHALER, D.; EAMES, M. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 33, n. 5–6, p. 633–652, 2006.
- BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1–2, p. 107–148, 2006.
- CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões Políticas e Desempenho: um Estudo das Firms Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 6, p. 784–805, 2012.
- CAMPBELL, L.; LÓPEZ, D. M. Small cap financial reporting: Determinants of emphasis and placement of non-GAAP disclosures. **Research in Accounting Regulation**, v. 22, n. 2, p. 114–120, 2010.
- CHANEY, P. K.; FACCIO, M.; PARSLEY, D. The quality of accounting information in politically connected firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 58–76, 2011.
- CHEN, C. J. P.; LI, C.; SU, X.; SUN, Z. Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 2, p. 229–243, 2011.
- CHEN, L.; KRISHNAN, G.; PEVZNER, M. Pro forma disclosures, audit fees, and auditor resignations. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 3, p. 237–257, 2012.
- CHEN, Q.; WARFIELD, T. D. Equity incentives and earnings management. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 441–476, 2005.
- CHI, W.; LISIC, L. L.; PEVZNER, M. Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management? **Accounting Horizons**, v. 25, n. 2, p. 315–335, 2011.
- CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 554–580, 2008.
- COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. spe2, p. 121–144, 2007.
- COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. **The Accounting Review**, v. 83, n. 3, p. 757–787, 2008.
- COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2–19, 2010.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. [s.l.] : Bookman, 2005.
- CONSONI, S.; COLAUTO, R. D.; LIMA, G. A. S. F. Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 249–263, 2017.
- CORMIER, D.; LAPOINTE-ANTUNES, P.; MAGNAN, M. Revisiting the relevance and reliability of non-GAAP reporting: The case of the income trusts. **Contemporary Accounting**

- Research**, v. 28, n. 5, p. 1585–1609, 2011.
- CORREIA, M. M. Political connections and SEC enforcement. **Journal of Accounting and Economics**, v. 57, n. 2–3, p. 241–262, 2014.
- COSTA, M.; BANDEIRA-DE-MELO, R.; MARCON, R. Influência da conexão política na diversificação dos grupos empresariais brasileiros. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 376–387, 2013.
- CULL, R.; LI, W.; SUN, B.; XU, L. C. Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p. 271–294, 2015.
- CUNHA, P. R.; PICCOLI, M. R. Influence of board interlocking on earnings management. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179–196, 2017.
- DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting Earnings Management: A New Approach, **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 2, p. 275–334, 2012.
- DECHOW, P.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: The role of accruals estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2002, p. 35–59, 2002.
- DECHOW, 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.
- DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 2–3, p. 355–384, 2003.
- DECHOW, 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.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193–225, 1995.
- DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 1–2, p. 145–176, 1994.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings Management to Exceed Thresholds. **Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1–33, 1999.
- DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325–1359, 1991.
- DICHEV, I. D.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 2–3, p. 1–33, 2013.
- DINÇ, I. S. Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, n. 2, p. 453–479, 2005.
- DING, R.; LI, J.; WU, Z. Government affiliation, real earnings management, and firm performance: The case of privately held firms. **Journal of Business Research**, v. 83, p. 138–150, 2018.
- DING, S.; JIA, C.; WILSON, C.; WU, Z. Political connections and agency conflicts: The roles of owner and manager political influence on executive compensation. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 45, n. 2, p. 407–434, 2015.

- DONALDSON, L. Rational of Criticisms for Organizational Economics: to Barney A Reply. **The Academy of Management Review**, v. 15, n. 3, p. 394–401, 1990.
- DONALDSON, L.; DAVIS, J. H. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. **Australian Journal of Management**, v. 16, n. 1, p. 49–64, 1991.
- DOYLE, J. T.; GE, W.; MCVAY, S. Accruals quality and internal control over financial reporting. **The Accounting Review**, v. 82, n. 5, p. 1141–1170, 2007.
- DOYLE, J. T.; JENNINGS, J. N.; SOLIMAN, M. T. Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? **Journal of Accounting and Economics**, v. 56, n. 1, p. 40–56, 2013.
- DOYLE, J. T.; LUNDHOLM, R. J.; SOLIMAN, M. T. **The Predictive Value of Expenses Excluded from “Pro Forma” Earnings** SSRN Electronic Journal. [s.l: s.n.].
- DYE, R. A. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123, 1985.
- DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1–3, p. 181–235, 2001.
- EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; KIM, Y. Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. **Journal of International Business Studies**, v. 48, n. 3, p. 360–385, 2017.
- ELLIOT, J. A.; HANNA, J. D. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 34, n. 3, p. 135–155, 1996.
- ELLIOTT, B. Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements? **The Accounting Review**, v. 81, n. 1, p. 113–133, 2006.
- ELLIS, J. A.; FEE, C. E.; THOMAS, S. E. Proprietary costs and the disclosure of information about customers. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 3, p. 685–727, 2012.
- ELSHAFIE, E.; YEN, A.; YU, M. The association between pro forma earnings and earnings management. **Review of Accounting and Finance**, v. 9, n. 2, p. 139–155, 2010.
- ENTWISTLE, G.; FELTHAM, G.; MBAGWU, C. Misleading disclosure of pro forma earnings: An empirical examination. **Journal of Business Ethics**, v. 69, n. 4, p. 355–372, 2006.
- EWERT, R.; WAGENHOFER, A. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1101–1124, 2005.
- FACCIO, M. Politically Connected Firms. **The American Economic Review**, v. 96, n. 1, p. 369–386, 2006.
- FACCIO, M. Differences between Politically Connected and Nonconnected Firms: A Cross-Country Analysis. **Financial Management**, v. 39, n. 3, p. 905–927, 2010.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383–417, 1970.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.
- FAN, J. P. H.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China’s newly partially privatized firms. **Journal of Financial Economics**, v. 84, n. 2, p. 330–357, 2007.
- FENG, X.; JOHANSSON, A. C.; ZHANG, T. Political participation and entrepreneurial initial

- public offerings in China. **Journal of Comparative Economics**, v. 42, n. 2, p. 269–285, 2014.
- FISMAN, R. Estimating the Value of Political Connections. **American Economic Review**, v. 91, n. 4, p. 1095–1102, 2001.
- FRANKEL, R.; LEE, C. M. C. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. **Journal of Accounting and Economics**, v. 25, n. 3, p. 283–319, 1998.
- FRANKEL, R.; MCVAY, S.; SOLIMAN, M. Non-GAAP earnings and board independence. **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 4, p. 719–744, 2011.
- FREDERICKSON, J. R.; MILLER, J. S. **Pro Forma Earnings Disclosures: Do Analysts and Nonprofessional Investors React Differently?** SSRN Electronic Journal. [s.l: s.n.].
- GE, W.; KIM, J. Real Earnings Management and the Cost of New Corporate Bonds. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 4, p. 641–647, 2013.
- GE, W.; MCVAY, S. The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act. **Accounting Horizons**, v. 19, n. 3, p. 137–158, 2005.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J.; SO, J. Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. **Review of Finance**, v. 17, n. 5, p. 1617–1648, 2013.
- GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1–3, p. 3–73, 2005.
- GRAY, S.; HARYMAWAN, I.; NOWLAND, J. Political and government connections on corporate boards in Australia: Good for business? **Australian Journal of Management**, v. 41, n. 1, p. 3–26, 2016.
- GROSS, C.; KÖNIGSGRUBER, R.; PANTZALIS, C.; PEROTTI, P. The financial reporting consequences of proximity to political power. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 35, n. 6, p. 609–634, 2016.
- GU, Z.; CHEN, T. Analysts' treatment of nonrecurring items in street earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 38, n. 1–3, p. 129–170, 2004.
- GUEDHAMI, O.; PITTMAN, J. A.; SAFFAR, W. Auditor choice in politically connected firms. **Journal of Accounting Research**, v. 52, n. 1, p. 107–162, 2014.
- GUIDRY, F.; LEONE, A. J.; ROCK, S. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. **Journal of Accounting and Economics**, v. 26, n. 1–3, p. 113–142, 1999.
- GUNNY, K. **What Are the Consequences of Real Earnings Management?** Working Paper, p. 1–47, 2005.
- GUNNY, K. A. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 855–888, 2010.
- HAN, J. C. Y.; WANG, S. Political costs and earnings management of Oil Companies during the 1990 Persian Gulf crisis. **The Accounting Review**, v. 73, n. 1, p. 103–117, 1998.
- HARYMAWAN, I.; NOWLAND, J. Political connections and earnings quality: How do connected firms respond to changes in political stability and government effectiveness? **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 24, n. 4, p. 339–356, 2016.
- HASHMI, M. A.; BRAHMANA, R. K.; LAU, E. Political connections, family firms and

- earnings quality. **Management Research Review**, v. 41, n. 4, p. 414–432, 2018.
- HAY, J. R.; SHLEIFER, A. Private enforcement of public laws: A theory of legal reform. **The American Economic Review**, v. 88, n. 2, p. 398–403, 1998.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, v. 7, n. 1–3, p. 85–107, 1985.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 405–440, 2001.
- 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.
- HEFLIN, F.; HSU, C. The impact of the SEC’s regulation of non-GAAP disclosures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 46, n. 2–3, p. 349–365, 2008.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- HILLMAN, A. J. Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? **Journal of Management**, v. 31, n. 3, p. 464–481, 2005.
- HILLMAN, A. J.; ZARDKOOHI, A.; BIERMAN, L. Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-specific benefits from personal service in the U.S. government. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 1, p. 67–81, 1999.
- HITZ, J. M. Press release disclosure of “pro forma” earnings metrics by large German corporations - empirical evidence and regulatory recommendations. **Accounting in Europe**, v. 7, n. 1, p. 63–86, 2010.
- HO, L. C. J.; LIAO, Q.; TAYLOR, M. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-IFRS periods: Evidence from China. **Journal of International Financial Management and Accounting**, v. 26, n. 3, p. 294–335, 2015.
- HOUSTON, J. F.; JIANG, L.; LIN, C.; MA, Y. Political connections and the cost of bank loans. **Journal of Accounting Research**, v. 52, n. 1, p. 193–243, 2014.
- HUNG, M.; KIM, Y.; LI, S. Political connections and voluntary disclosure: Evidence from around the world. **Journal of International Business Studies**, v. 49, n. 3, p. 272–302, 2018.
- IPINO, E.; PARBONETTI, A. Mandatory IFRS adoption: the trade-off between accrual-based and real earnings management. **Accounting and Business Research**, v. 47, n. 1, p. 91–121, 2017.
- ISIDRO, H.; MARQUES, A. The effects of compensation and board quality on non-GAAP disclosures in Europe. **International Journal of Accounting**, v. 48, n. 3, p. 289–317, 2013.
- ISIDRO, H.; MARQUES, A. The Role of Institutional and Economic Factors in the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. **European Accounting Review**, v. 24, n. 1, p. 95–128, 2015.
- JACOBY, G.; LI, J.; LIU, M. Financial distress, political affiliation and earnings management: the case of politically affiliated private firms. **The European Journal of Finance**, v. 4364, n. September, p. 1–20, 2016.
- JENNINGS, R.; MARQUES, A. The Joint Effects of Corporate Governance and Regulation on the Disclosure of Manager-Adjusted Non-GAAP Earnings in the US. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 38, n. 3–4, p. 364–394, 2011.

- 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.
- JOHNSON, A.; PERCY, A.; STEVENSON-CLARKE, P.; CAMERON, R. The impact of the disclosure of non-gaap earnings in Australian annual reports on non-sophisticated users. **Australian Accounting Review**, v. 24, n. 3, p. 207–217, 2014.
- JOHNSON, S.; MITTON, T. Cronyism and capital controls: Evidence from Malaysia. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 351–382, 2003.
- JOHNSON, W. B.; SCHWARTZ JR., W. C. Are Investors Misled by “Pro Forma” Earnings? **Contemporary Accounting Research**, v. 22, n. 4, p. 915–976, 2005.
- JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193, 1991.
- KIM, C.; ZHANG, L. Corporate Political Connections and Tax Aggressiveness. **Contemporary Accounting Research**, v. 33, n. 1, p. 78–114, 2016.
- KOH, P. S. On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. **The British Accounting Review**, 35, n. 2, 105-128, 2003.
- KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 375–400, 2002.
- KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1–3, p. 105–231, 2001.
- KPMG. **Divulgações Contábeis 2016: Um estudo sobre as políticas contábeis críticas, medições não contábeis e as modificações no relatório do auditor independente**. [s.l.: s.n.].
- KREPS, D. M. **A curse in microeconomic theory**. 1. ed. Princeton: Princeton University Press, 1990.
- KROZNER, R. S.; STRATMANN, T. Interest-Group Competition and the Organization of Congress: Theory and Evidence from Financial Services’ Political Action Committees. **American Economic Review**, v. 88, n. 5, p. 1163–1187, 1998.
- KUO, C. S.; CHANG, J. R.; YU, S. T. Effect of mandatory pro forma earnings disclosure on the relation between CEO share bonuses and firm performance. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 40, n. 2, p. 189–215, 2013.
- KUO, J. M.; NING, L.; SONG, X. The Real and Accrual-based Earnings Management Behaviors: Evidence from the Split Share Structure Reform in China. **International Journal of Accounting**, v. 49, n. 1, p. 101–136, 2014.
- LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. **Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003** SSRN Electronic Journal. [s.l.: s.n.].
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: An international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505–527, 2003.
- LEUZ, C.; OBERHOLZER-GEE, F. Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. **Journal of Financial Economics**, v. 81, n. 2, p. 411–439, 2006.

- LEV, B.; THIAGARAJAN, R. Fundamental Information analysis. **Journal of Accounting Research**, v. 31, n. 2, p. 190–215, 1993.
- LI, X. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary disclosures. **Review of Accounting Studies**, v. 15, n. 3, p. 663–711, 2010.
- LYS, T.; WATTS, R. L. Lawsuits against Auditors. **Journal of Accounting Research**, v. 32, p. 65–93, 1994.
- McVAY, S. E. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. **The Accounting Review**, v. 81, n. 3, p. 501-531, 2006.
- MACHADO, I. M.; SANTOS, A. Dos. Demonstrações consolidadas pró-forma: importância avaliada em um caso real. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 34, p. 34–49, 2004.
- MALONE, L.; TARCA, A.; WEE, M. IFRS non-GAAP earnings disclosures and fair value measurement. **Accounting & Finance**, p. 59-97, 2016.
- MARAGNO, L.; FEY, V.; BORBA, J. Como as empresas mais negociadas na BM&FBovespa divulgam o EBITDA? **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n. 1, p. 58–79, 2014.
- MARQUARDT, C. A.; WIEDMAN, C. I. How are earnings managed? An examination of specific accruals. **Contemporary Accounting Research**, v. 21, n. 2, p. 461–491, 2004.
- MARQUES, A. SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. **Review of Accounting Studies**, v. 11, n. 4, p. 549–574, 2006.
- MARQUES, A. Disclosure strategies among S&P 500 firms: Evidence on the disclosure of non-GAAP financial measures and financial statements in earnings press releases. **British Accounting Review**, v. 42, n. 2, p. 119–131, 2010.
- MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7–17, 2008.
- MATSUMOTO, D. A. Management's incentives negative to avoid earnings surprises. **The Accounting Review**, v. 77, n. 3, p. 483–514, 2002.
- MCNICHOLS, M.; WILSON, G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 1, p. 1, 1988.
- MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B.; GRAY, S. J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26, n. 3, p. 555–572, 2013.
- MILGROM, P.; ROBERTS, J. Information asymmetries, strategic behavior, and industrial organization. **American Economic Review**, v. 77, n. 2, p. 184–193, 1987.
- MILLER, J. S. Opportunistic disclosures of earnings forecasts and non-GAAP earnings measures. **Journal of Business Ethics**, v. 89, n. SUPPL. 1, p. 3–10, 2009.
- MITCHELL, H.; JOSEPH, S. Changes in Malaysia: Capital controls, prime ministers and political connections. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 18, n. 5, p. 460–476, 2010.
- MOHAMMED, N. F.; AHMED, K.; JI, X.-D. Accounting Conservatism, Corporate Governance and Political Connections. **Asian Review of Accounting**, v. 25, n. 2, p. 288–318, 2017.
- MYERS, J. N.; MYERS, L. A.; SKINNER, D. J. Earnings momentum and earnings management. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 22, n. 2, p. 249–284, 2007.

- NONNENBERG, M. J. B.; MENDONÇA, M. J. C. De. Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 4, p. 631–655, 2005.
- OHLSON, J. Earnings, book-values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661–687, 1995.
- OU, J. A.; PENMAN, S. H. Accounting measurement, price-earnings ratio, and the information content of security prices. **Journal of Accounting Research**, v. 27, n. 3, p. 111–144, 1989.
- PARK, Y. W.; SHIN, H. H. Board composition and earnings management in Canada. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 3, p. 431–457, 2004.
- PAULO, E. Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. **Tese de Doutorado**, p. 260, 2007.
- PAULO, E.; MOTA, R. H. G. Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 80, p. 216-233, 2019.
- PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. **The external control of organizations: A resource dependence perspective**. 1. ed. Stanford: Stanford University Press, 2003.
- PIOTROSKI, J. D. Value investing: the use of historical financial statement information to separate winner from losers. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 1, 2000.
- PIOTROSKI, J. D.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Political incentives to suppress negative information: Evidence from Chinese listed firms. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 2, p. 405–459, 2015.
- RAHMAN, R. A.; ALI, F. H. M. Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. **Managerial Auditing Journal**, v. 21, n. 7, p. 783–804, 2006.
- RAMANNA, K.; ROYCHOWDHURY, S. Elections and discretionary accruals: Evidence from 2004. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 2, p. 445–475, 2010.
- RANGAN, S. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 1, p. 101–122, 1998.
- RICHARDSON, S. A.; SLOAN, R. G.; SOLIMAN, M. T.; TUNA, I. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 3, p. 437–485, 2005.
- RODRIGUES, A.; PAULO, E.; CARVALHO, L. N. Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 42, n. 2, p. 216-226, 2007.
- RODRÍGUEZ, G. C.; ESPEJO, C. A. D.; CABRERA, R. V. Incentives management during privatization: An agency perspective. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 4, p. 536–560, 2007.
- ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 3, p. 335–370, 2006.
- SHIAH-HOU, S. R.; TENG, Y. Y. The informativeness of non-GAAP earnings after Regulation G? **Finance Research Letters**, v. 18, p. 184–192, 2016.
- SHIVAKUMAR, L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, n. 3, p. 339–371, 2000.



- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 995–1025, 1994.
- SILVA, A. F.; MACEDO, M. A. da S.; MARQUES, J. A. V. da C. Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO e EBITDA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 2, p. 6–24, 2012.
- SILVA, J. C. Da et al. A Influência das Conexões Políticas no Custo de Capital e no Desempenho das Empresas Listadas na B3. **Brazilian Business Review**, v. 15, n. 4, p. 317–330, 2018.
- SKINNER, D. J.; SLOAN, R. G. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. **Review of Accounting Studies**, v. 7, n. 2–3, p. 289–312, 2002.
- SWEENEY, A. P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, v. 17, n. 3, p. 281–308, 1994.
- TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 1935–1974, 1998.
- THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689–705, 2000.
- VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179–194, 1983.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1–3, p. 97–180, 2001.
- VIEIRA, C. A. M.; GIRÃO, L. F. D. A. P. Relevância da Instrução CVM 527 para o mercado de capitais: Um Estudo sobre a Padronização do EBTIDA pela CVM. **Registro Contábil**, v. 5, n. 2, p. 87–99, 2012.
- WANG, Q.; ANDERSON, H.; CHI, J. VC political connections and IPO earnings management. **Emerging Markets Review**, v. 35, p. 148–163, 2018.
- WANG, Z. et al. Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 36, n. 2, p. 141–162, 2017.
- WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, v. 53, n. 1, p. 112–134, 1978.
- WU, W.; JOHAN, S. A.; RUI, O. M. Institutional Investors, Political Connections, and the Incidence of Regulatory Enforcement Against Corporate Fraud. **Journal of Business Ethics**, v. 134, n. 4, p. 709–726, 2016.
- WU, W.; WU, C.; RUI, O. M. Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. **European Financial Management**, v. 18, n. 4, p. 695–729, 2012.
- XAVIER, W. G.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Institutional environment and Business Groups' resilience in Brazil. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 5, p. 900–907, 2014.
- ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. **The Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 675–703, 2012.
- ZHANG, G. Private information production, public disclosure, and the cost of capital: Theory

and implications. **Contemporary Accounting Research**, v. 18, n. 2, p. 363–384, 2001.

ZHANG, H.; ZHENG, L. The valuation impact of reconciling pro forma earnings to GAAP earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1–2, p. 186–202, 2011.

## APÊNDICES

### APÊNDICE A – Impacto da conexão no gerenciamento de percepções

Tabela A1 – Efeito da conexão política, via doação de campanha, no gerenciamento de percepções

Incentivos	EBAJU			GRA			GRR		
	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	-4,302***	-2,163**	-1,366**	-0,011	0,015	0,086	0,228***	0,006	-0,058
CDOA	1,556	1,518	1,728	-0,004	-0,004	-0,005	-0,010	-0,008	-0,007
TAM	0,702*	0,775**	0,501*	-0,016**	-0,016**	-0,015**	0,017***	0,016***	0,016***
ROA	0,335	0,314	0,204	0,726***	0,725***	0,724***	-0,011*	-0,012*	-0,012*
VEN	-0,352	-0,306	0,333	-0,022	-0,021	-0,023	-0,010	-0,013	-0,013
ALA	0,077	0,078	0,025	-0,007	-0,007	-0,007	-0,015*	-0,016*	-0,016*
AUD	2,391***	2,270***	-0,102	0,015	0,015	0,015	-0,072***	-0,070***	-0,070***
ADR	19,448***	19,206***	19,250***	0,045	0,045	0,040	0,050	0,060*	0,062*
INF	-0,142	-0,149	-0,141*	0,021***	0,021***	0,020***	0,000	0,001	0,001
PIB	-0,107	-0,110	-0,171**	0,002	0,002	0,003	-0,003	-0,003	-0,003
CAM	-2,511	-2,484	-2,684***	-0,005	-0,005	-0,004	-0,028	-0,031	-0,032
Intercepto	-0,371	-1,139	6,581*	-0,044	-0,046	-0,060	0,012	0,024	0,034
Obs.	1764	1764	1764	1239	1239	1239	1647	1647	1647
Empresas	230	230	230	194	194	194	220	220	220
R <sup>2</sup>	9,10	9,12	9,05	18,48	18,50		2,56	1,57	1,64
VIF	1,67	1,67	1,67	1,78	1,78	1,78	1,74	1,74	1,74
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,006***	0,000***
Teste White	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,022	0,022	0,023	0,350	0,341	0,338	0,020	0,018	0,019
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,975	0,993	0,994	0,053	0,057	0,024	0,115	0,000	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. **Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CDOA é a conexão política por doações de campanha; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela A2 – Efeito da conexão política, via estrutura de governança, no gerenciamento de percepções

Incentivos	EBAJU			GRA			GRR		
	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf

SUSP	-4,137**	-2,147**	-2,993	-0,011	0,015	0,086*	0,227***	0,006	-0,058
CGOV	-2,628**	-2,672**	-2,740***	-0,014	-0,014	-0,014	0,000	0,003	0,002
TAM	0,715*	0,786**	0,743**	-0,016**	-0,016**	-0,015*	0,017***	0,016***	0,016***
ROA	0,360	0,340	0,422	0,725***	0,724***	0,724***	-0,012*	-0,012*	-0,012*
VEN	-0,316	-0,271	-0,270	-0,022	-0,021	-0,023	-0,010	-0,013	-0,013
ALA	0,077	0,078	0,087	-0,007	-0,007	-0,007	-0,015*	-0,016*	-0,016*
AUD	2,391***	2,273***	2,319***	0,015	0,015	0,015	-0,072***	-0,071***	-0,070***
ADR	19,432***	19,201***	19,245***	0,046	0,045	0,041*	0,050	0,060*	0,062*
INF	-0,142	-0,149	-0,144	0,020***	0,021***	0,020**	0,000	0,001	0,001
PIB	-0,049	-0,052	-0,063	0,002	0,002	0,002	-0,003	-0,003	-0,003
CAM	-2,374	-2,352	-2,406	-0,006	-0,005	-0,004	-0,029	-0,031	-0,032
Intercepto	-0,984	-1,712	-1,146	-0,043	-0,045	-0,059	0,015	0,026	0,036
Obs.	1764	1764	1764	1239	1239	1239	1647	1647	1647
Empresas	230	230	230	194	194	194	220	220	220
R <sup>2</sup>	9,09	9,11	9,04	18,48	18,50	18,62	2,55	1,53	1,63
VIF	1,66	1,65	1,66	1,76	1,76	1,76	1,72	1,72	1,72
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
Teste White	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,023	0,023	0,023	0,350	0,341	0,338	0,198	0,018	0,019
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,951	0,979	0,980	0,050	0,054	0,024	0,000	0,000	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. **Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CGOV é a conexão política via estrutura de governança; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela A3 – Efeito da conexão política, via estrutura de propriedade, no gerenciamento de percepções

Incentivos	EBAJU			GRA			GRR		
	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	-3,711	-2,084	-2,537	-0,012	0,015	0,086	0,229***	0,006	-0,058
CPRO	8,019***	8,056***	8,045***	0,010	0,011	0,011	0,024	0,020	0,019
TAM	0,578**	0,643**	0,603**	-0,016**	-0,016**	-0,015**	0,016***	0,015**	0,015**
ROA	0,262	0,242	0,312	0,725***	0,725***	0,724***	-0,012*	-0,012*	-0,012*
VEN	-0,069	-0,028	-0,029	-0,021	-0,021	-0,023	-0,009	-0,013	-0,012
ALA	0,054	0,054	0,062	-0,008	-0,007	-0,007	-0,015*	-0,016*	-0,016*
AUD	2,085*	1,973*	2,019*	0,015	0,015	0,015	-0,072***	-0,071***	-0,070***

ADR	18,178***	17,966***	18,003***	0,044	0,043	0,039	0,048	0,059	0,060*
INF	-0,154	-0,161	-0,156	0,020***	0,021***	0,020***	0,000	0,001	0,001
PIB	-0,068	-0,071	-0,079	0,002	0,002	0,002	-0,003	-0,003	-0,003
CAM	-2,148	-2,128	-2,172	-0,005	-0,005	-0,004	-0,028	-0,031	-0,032
Intercepto	-0,072	-0,724	-0,238	-0,042	-0,044	-0,058	0,017	0,028	0,037
Obs.	1764	1764	1764	1239	1239	1239	1647	1647	1647
Empresas	230	230	230	194	194	194	220	220	220
R <sup>2</sup>	10,41	10,44	10,37	18,49	18,5	18,62	2,59	1,59	1,66
VIF	1,66	1,66	1,66	1,77	1,77	1,77	1,73	1,73	1,74
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,004***
Teste White	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,022	0,022	0,023	0,350	0,341	0,339	0,020	0,018	0,019
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,016	0,020	0,022	0,050	0,053	0,022	0,000	0,000	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. **Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CPRO é a conexão política via estrutura de propriedade; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

## APÊNDICE B – Impacto da conexão no gerenciamento de percepções

Tabela B1 – Efeito da conexão política, via doação de campanha, no gerenciamento de percepções (interação)

Incentivos	EBAJU			GRA			GRR		
	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	0,086	-1,363*	-1,212*	-0,014	0,030	0,090	0,289***	0,002	-0,072
CDOA	1,860	1,736	1,778	0,006	0,008	0,006	-0,001	-0,014	-0,010
SUSP*CDOA	-5,175	-0,265	-2,113	-0,014	-0,021	-0,058	-0,259**	0,052	0,097
TAM	0,644**	0,668**	0,648**	-0,018***	-0,018***	-0,018***	-0,005	-0,008	-0,008
ROA	0,234	0,221	0,296	0,220***	0,220***	0,220***	-0,067***	-0,066***	-0,065***
VEN	0,262	0,273	0,271	0,014	0,015	0,013	0,001	-0,001	-0,001
ALA	0,048	0,047	0,052	-0,021***	-0,021***	-0,021***	-0,008***	-0,008***	-0,008***
AUD	0,568	0,562	0,568	0,049**	0,048**	0,049**	-0,023	-0,016	-0,016
ADR	19,921**	19,906**	19,921**	0,030	0,029	0,027	0,099***	0,115***	0,115***
INF	-0,143*	-0,145*	-0,142*	0,018***	0,019***	0,018***	-0,001	-0,001	-0,001
PIB	-0,160**	-0,156**	-0,159**	0,003	0,003	0,003	-0,002	-0,001	-0,002
CAM	-2,650***	-2,617***	-2,636***	-0,006	-0,006	-0,004	-0,021	-0,020	-0,023
Intercepto	2,272	1,999	2,188	0,089	0,087	0,071	0,159	0,192	0,207



Teste White	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,023	0,023	0,023	0,097	0,096	0,097	0,023	0,022	0,023
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,970	0,989	0,970	0,194	0,278	0,022	0,000	0,000	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. **Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CGOV é a conexão política através da estrutura de governança; SUSP\*CGOV interação entre as variáveis *dummy* de empresas suspeitas e a conexão política; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela B3 – Efeito da conexão política, via estrutura de propriedade, no gerenciamento de percepções (interação)

Incentivos	EBAJU			GRA			GRR		
	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf	Analyst	Profit	Susperf
SUSP	-1,298	-0,461	-1,080*	-0,015	0,030	0,089	0,246**	0,014	-0,057
CPRO	-3,371	0,352	-0,665	0,004	0,007	0,006	0,048**	0,042*	0,037*
SUSP*CPRO	5,335*	-8,755*	-7,486***	-0,021	-0,026	-0,143	-0,290**	-0,022	0,141
TAM	0,478*	0,673**	0,655*	-0,018***	-0,019***	-0,017***	-0,006	-0,009	-0,009
ROA	0,136	0,204	0,312	0,220***	0,220***	0,220***	-0,068*	-0,067*	-0,066*
VEN	0,340	0,318	0,304	0,015	0,015	0,013	0,003	0,000	0,000
ALA	0,020	0,045	0,063	-0,021***	-0,021***	-0,021***	-0,008	-0,008	-0,009
AUD	-0,006	0,701	0,688	0,049**	0,049**	0,049**	-0,022	-0,017	-0,017
ADR	18,149***	20,307**	20,126**	0,029	0,030	0,029	0,093*	0,110*	0,108*
INF	-0,135*	-0,140*	-0,137*	0,019***	0,019***	0,018***	-0,001	-0,001	-0,001
PIB	-0,107**	-0,075	-0,100**	0,003	0,003	0,003	-0,002	-0,002	-0,002
CAM	-2,628**	-2,400*	-2,497***	-0,005	-0,005	-0,004	-0,017	-0,020	-0,022
Intercepto	6,827*	0,842	1,516	0,086	0,083	0,066	0,151	0,202	0,214
Obs.	1764	1764	1764	1239	1239	1239	1647	1647	1647
Empresas	230	230	230	194	194	194	220	220	220
R <sup>2</sup>	8,46	8,73	8,66	16,27	16,33	16,40	3,35	2,30	2,35
VIF	1,63	1,65	1,63	1,65	1,68	1,66	1,64	1,67	1,64
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***
Teste White	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Wooldridge	0,022	0,022	0,023	0,099	0,096	0,096	0,024	0,022	0,230
Teste de Breusch-Pagan	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000	0,000	0,000	0,000
Teste de Hausman	0,016	0,026	0,000	0,137	0,254	0,012	0,000	0,000	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least*

*Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. **Legenda:** EBAJU é o valor do EBITDA divulgado pela empresa; GRA é o gerenciamento de resultados por *accruals*; GRR representa o gerenciamento de resultados por decisões operacionais; CPRO é a conexão política através da estrutura de propriedade; SUSP\*CPRO interação entre as variáveis *dummy* de empresas suspeitas e a conexão política; ANALYST são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para atingir ou superar a previsão dos analistas; PROFIT são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para evitar divulgar perdas; SUSPERF são as empresas suspeitas de gerenciar resultados para manter lucro constante; TAM é o tamanho da empresa; ROA representa a rentabilidade da empresa; VEN é a variação das vendas; ALA é a alavancagem da empresa; AUD é a auditoria independente da empresa; ADR é a emissão de títulos na NYSE; INF é a inflação do país; PIB é o Produto Interno Bruto do país; CAM é o câmbio entre o real brasileiro e o dólar. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

## APÊNDICE C – Substituição das práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*

Tabela C1 – Substituição do gerenciamento entre *accruals* e decisões operacionais a partir da conexão política

Doação de campanha		Estrutura de governança		Estrutura de propriedade	
Var. dep.: GRR	Coef.	Var. dep.: GRR	Coef.	Var. dep.: GRR	Coef.
GRA	0,012	GRA	0,029	GRA	0,040
CDOA	0,011	CGOV	0,031	CPRO	0,056**
GRA*CDOA	0,311***	GRA*CGOV	0,283	GRA*CPRO	-0,083
TAM	0,010*	TAM	0,010*	TAM	0,010*
ROA	-0,039**	ROA	-0,040**	ROA	-0,042**
VEN	0,001	VEN	0,010	VEN	0,012
ALA	0,007**	ALA	0,007**	ALA	0,007**
AUD	-0,084***	AUD	-0,084***	AUD	-0,085***
ADR	-0,037	ADR	-0,036	ADR	-0,042
INF	-0,002	INF	-0,003	INF	-0,003
PIB	-0,002	PIB	-0,002	PIB	-0,002
CAM	-0,020	CAM	-0,017	CAM	-0,016
MER	0,018***	MER	0,018***	MER	0,016***
FIN	-0,001**	FIN	-0,001**	FIN	-0,001**
INST	0,000	INST	0,000	INST	0,000
TMI	-0,024	TMI	-0,024	TMI	-0,025
AOL	0,000	AOL	0,000	AOL	0,000
OPE	-0,674	OPE	-0,662	OPE	-0,666
Intercepto	-0,024	Intercepto	-0,028	Intercepto	-0,029
Obs.	1173	Obs.	1173	Obs.	1173
Empresas	185	Empresas	185	Empresas	185
R <sup>2</sup>	2,78	R <sup>2</sup>	2,37	R <sup>2</sup>	2,74
VIF	1,50	VIF	1,49	VIF	1,50
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***
Teste White	0,000	Teste White	0,000	Teste White	0,000
Teste Wooldridge	0,038	Teste Wooldridge	0,040	Teste Wooldridge	0,039
Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000



Teste de Hausman	0,139	Teste de Hausman	0,652	Teste de Hausman	0,600
------------------	-------	------------------	-------	------------------	-------

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela C2 – Substituição do gerenciamento entre resultado pro forma e decisões operacionais a partir da conexão política

Doação de campanha		Estrutura de governança		Estrutura de propriedade	
Var. dep.: GRR	Coef.	Var. dep.: GRR	Coef.	Var. dep.: GRR	Coef.
EBAJU	-0,004***	EBAJU	-0,003***	EBAJU	-0,002***
CDOA	-0,012	CGOV	0,026	CPRO	0,019
EBAJU*CDOA	0,003***	EBAJU*CGOV	-0,001	EBAJU*CPRO	-0,002*
TAM	-0,021***	TAM	-0,020***	TAM	-0,022***
ROA	-0,066***	ROA	-0,067***	ROA	-0,068***
VEN	0,007	VEN	0,006	VEN	0,007
ALA	-0,001	ALA	-0,001	ALA	-0,001
AUD	-0,034	AUD	-0,034	AUD	-0,034
ADR	-0,005	ADR	-0,010	ADR	-0,014
INF	-0,001	INF	-0,001	INF	-0,001
PIB	-0,004	PIB	-0,004	PIB	-0,004
CAM	-0,029	CAM	-0,028	CAM	-0,027
MER	0,068***	MER	0,064***	MER	0,065***
FIN	-0,002***	FIN	-0,002***	FIN	-0,002***
INST	0,000	INST	0,000	INST	0,000
TMI	-0,019	TMI	-0,020	TMI	-0,020
AOL	0,000	AOL	0,000	AOL	0,000
OPE	-0,871	OPE	-0,848	OPE	-0,830
Intercepto	0,401***	Intercepto	0,373***	Intercepto	0,392***
Obs.	1538	Obs.	1538	Obs.	1538
Empresas	209	Empresas	209	Empresas	209
R <sup>2</sup>	2,14	R <sup>2</sup>	2,46	R <sup>2</sup>	8,10
VIF	1,56	VIF	1,52	VIF	1,61
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***
Teste White	0,000	Teste White	9,000	Teste White	0,000
Teste Wooldridge	0,054	Teste Wooldridge	0,053	Teste Wooldridge	0,055
Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000
Teste de Hausman	0,000	Teste de Hausman	0,000	Teste de Hausman	0,447

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela C3 – Substituição do gerenciamento entre resultado pro forma e *accruals* a partir da conexão política

Doação de campanha		Estrutura de governança		Estrutura de propriedade	
Var. dep.: GRA	Coef.	Var. dep.: GRA	Coef.	Var. dep.: GRA	Coef.
EBAJU	0,001	EBAJU	0,000	EBAJU	0,000
CDOA	0,015	CGOV	-0,035	CPRO	-0,012
EBAJU*CDOA	0,000	EBAJU*CGOV	0,003	EBAJU*CPRO	0,001
TAM	-0,012**	TAM	-0,012**	TAM	-0,011**
ROA	0,082***	ROA	0,082***	ROA	0,082***
VEN	0,004	VEN	0,006	VEN	0,004
ALA	-0,007**	ALA	-0,007**	ALA	-0,006**
AUD	0,026	AUD	0,026	AUD	0,026
ADR	0,007	ADR	0,008	ADR	0,009
INF	0,014***	INF	0,014***	INF	0,014***
PIB	0,001	PIB	0,002	PIB	0,002
CAM	-0,008	CAM	-0,007	CAM	-0,008
MER	0,005	MER	0,006	MER	0,005
FIN	-0,001**	FIN	-0,001**	FIN	-0,001**
INST	0,000	INST	0,000	INST	0,000
TMI	0,016	TMI	0,016	TMI	0,016
AOL	0,001	AOL	0,001	AOL	0,001
OPE	0,162	OPE	0,150	OPE	0,125
Intercepto	0,040	Intercepto	0,038	Intercepto	0,027
Obs.	1173	Obs.	1173	Obs.	1173
Empresas	185	Empresas	185	Empresas	185
R <sup>2</sup>	2,32	R <sup>2</sup>	2,29	R <sup>2</sup>	2,53
VIF	1,60	VIF	1,53	VIF	1,59
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***	Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000***
Teste White	0,000	Teste White	0,000	Teste White	0,000
Teste Wooldridge	0,247	Teste Wooldridge	0,246	Teste Wooldridge	0,245
Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000	Teste de Breusch-Pagan	0,000
Teste de Hausman	0,000	Teste de Hausman	0,000	Teste de Hausman	0,000

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

## APÊNDICE D – Preferências das práticas de gerenciamento de percepções dos *stakeholders*

Tabela D1 – Resultado não gerenciado e o gerenciamento de percepções dos *stakeholders*

Var. dep.: NGER	Amostra completa	Empresas conectadas	Empresas não conectadas
	Coef.	Coef.	Coef.

GRR	-0,333 *	-0,449	-0,188
GRA	-0,979 ***	-0,851	-0,952 ***
EBAJU	-0,411 ***	-0,539 ***	-0,363 ***
NGER_RES	0,841 ***	0,883 ***	0,881 ***
TAM	-0,039	-0,064	-0,024
ROA	0,356	0,546	0,345
VEN	0,325	0,192	0,314
ALA	-0,003	-0,033	0,014
AUD	-0,462 ***	-0,535 **	-0,479 ***
ADR	-0,205	-0,595 *	0,099
INF	0,030	0,061	0,031
PIB	0,025	0,043	0,020
CAM	0,060	0,215	0,003
MER	-0,109 ***	-0,126 **	-0,103 **
FIN	-0,002	0,006	-0,003
INST	0,001	-0,004	0,002
TMI	-0,336 ***	-3,727 **	-0,341 ***
AOL	-0,003	-0,030	-0,002
OPE	24,563	-67,058	28,151 *
Intercepto	-0,116	-0,111	-0,228
Obs.	1173	349	824
Empresas	185	132	172
Pseudo R <sup>2</sup>	45,38	44,35	47,18
Teste F ou Chi <sup>2</sup>	0,000 ***	0,000 ***	0,000 ***

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela D2 –Resultado gerenciado e a divulgação de resultados pro forma

Var. dep.: GER	Amostra completa	Empresas conectadas	Empresas não conectadas
	Coef.	Coef.	Coef.
EBAJU	-0,218	-0,267	-0,207
NGER_RES	0,001	-0,007	0,001
TAM	-0,002	0,132 *	-0,035
ROA	0,078	0,247	0,122
VEN	-0,043	0,001	-0,021
ALA	-0,154 *	-0,380	-0,138
AUD	-0,154	0,194	-0,332 *
ADR	-0,172	-0,334	-0,242
INF	-0,079 **	-0,135	-0,081 *
PIB	-0,026	-0,042	-0,026
CAM	-0,233	-0,337	-0,221

MER	0,053	-0,066	0,118 **
FIN	-0,006	0,002	-0,009
INST	0,004	0,001	0,006 *
TMI	0,774 *	0,152	1,034 *
AOL	-0,009 *	-0,008	-0,009
OPE	-17,587	97,847	-21,497
Intercepto	-0,376	-1,672	0,044
Obs.	1639	469	1170
Empresas	218	168	212
Pseudo R <sup>2</sup>	4,67	6,05	7,82
Teste Chi <sup>2</sup>	0,048 **	0,007 ***	0,019 **

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela D3 – Gerenciamento de percepções e o não atendimento das previsões dos analistas

Var. dep.: MISS	Amostra completa	Empresas conectadas	Empresas não conectadas
	Coef.	Coef.	Coef.
GRR	-0,819 ***	-0,831 **	-0,951 ***
GRA	-0,458 ***	-0,127	-0,558 ***
EBAJU	0,506 ***	0,540 ***	0,511 ***
NGER_RES	-0,837 ***	-0,844 ***	-0,902 ***
TAM	0,028	0,010	0,028
ROA	-0,514 **	-0,968	-0,418
VEN	-0,376 **	-0,146	-0,463 **
ALA	0,033	0,063	0,028
AUD	0,444 ***	0,458 *	0,485 ***
ADR	0,152	0,527 *	-0,152
INF	-0,026	0,002	-0,038
PIB	-0,024	-0,036	-0,031
CAM	-0,083	-0,244	-0,054
MER	0,070 **	0,128 **	0,037
FIN	0,003	-0,005	0,004
INST	-0,003	0,004	-0,006 **
TMI	0,335 ***	3,784 **	0,339 ***
AOL	0,002	0,016	0,001
OPE	-33,262 ***	70,293	-40,240 ***
Intercepto	0,337	0,673	0,459
Obs.	1173	349	824
Empresas	185	132	172
Pseudo R <sup>2</sup>	41,34	38,38	44,51
Teste Chi <sup>2</sup>	0,000 ***	0,000 ***	0,000 ***

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.

Tabela D4 – Resultados pro forma e o gerenciamento de resultados contábeis

Var. dep.: EBDUM	Amostra completa	Empresas conectadas	Empresas não conectadas
	Coef.	Coef.	Coef.
GRR	0,121	-0,503	0,224
GRA	-0,013	0,704	-0,039
NGER_RES	0,005	0,008	0,006
EBAJU <sub>(t-1)</sub>	3,330 ***	4,038 ***	3,304 ***
TAM	0,073 *	0,028	0,088 *
ROA	-0,103	-3,416 **	-0,006
VEN	-0,060	-0,178	-0,150
ALA	-0,026	0,213	-0,034
AUD	0,271	0,597 *	0,224
ADR	-0,062	0,184	-0,174
INF	-0,059 *	-0,300 **	-0,044
PIB	-0,471 ***	-0,650 ***	-0,473 ***
CAM	-1,610 ***	-1,942 ***	-1,676 ***
MER	0,020	0,062	0,025
FIN	0,000	0,027	0,000
INST	-0,001	0,004	-0,003
TMI	0,055	3,015	0,109
AOL	-0,003	-0,003	-0,003
OPE	-20,781	88,242	-20,949
Intercepto	4,777 ***	8,019 ***	4,732 ***
Obs.	1041	270	771
Empresas	179	120	169
Pseudo R <sup>2</sup>	63,87	68,15	63,82
Teste Chi <sup>2</sup>	0,000 ***	0,000 ***	0,000 ***

**Nota:** As regressões foram estimadas para todo o período analisado. O tipo de regressão foi determinado a partir dos resultados dos testes de Breusch-Pagan e de Hausman. Foram realizadas regressões do tipo *Generalized Least Squares*, dependendo do resultado dos testes de White e de Wooldridge. \*, \*\* e \*\*\* representam níveis de significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

**Fonte:** Dados da pesquisa.