

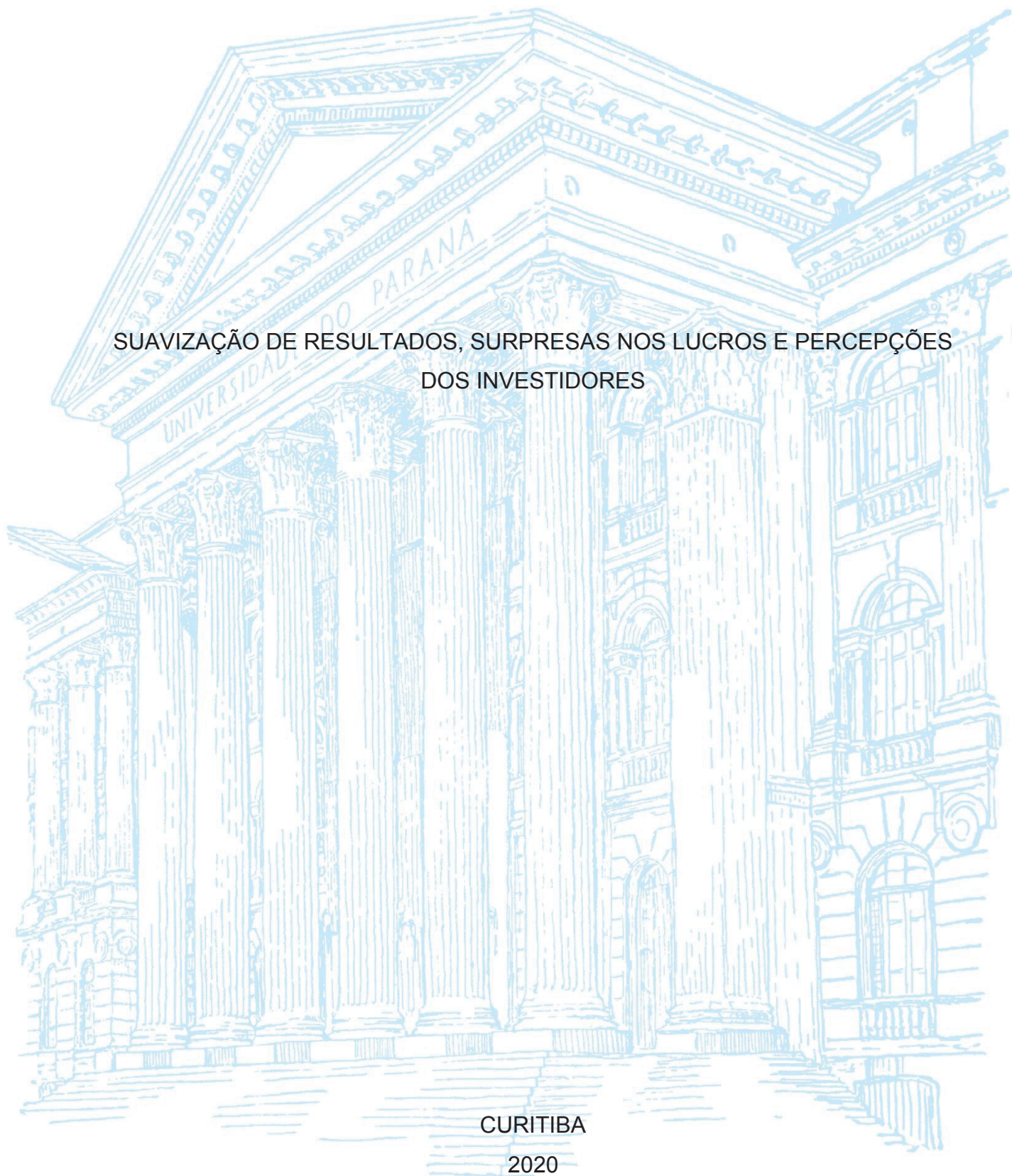
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ÉVERTON GALHOTI COELHO

SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS, SURPRESAS NOS LUCROS E PERCEPÇÕES
DOS INVESTIDORES

CURITIBA

2020



ÉVERTON GALHOTI COELHO

SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS, SURPRESAS NOS LUCROS E PERCEPÇÕES
DOS INVESTIDORES

Tese apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Contabilidade.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira e Finanças

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto.

CURITIBA

2020

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS
APLICADAS – SIBI/UFPR COM DADOS FORNECIDOS PELO(A) AUTOR(A)
Bibliotecário: Eduardo Silveira – CRB 9/1921

Coelho, Éverton Galhoti

Suavização de resultados, surpresas nos lucros e percepções dos investidores / Éverton Galhoti Coelho. – 2020.

152 p.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientador: Romualdo Douglas Colauto.

Defesa: Curitiba, 2020.

1. Contabilidade. 2. Lucros. 3. Investidores. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. II. Colauto, Romualdo Douglas. III. Título.

CDD 657

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **EVERTON GALHOTI COELHO** intitulada: **SUAUIZAÇÃO DE RESULTADOS, SURPRESAS NOS LUCROS E PERCEPÇÕES DOS INVESTIDORES**, sob orientação do Prof. Dr. ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 24 de Julho de 2020.

Assinatura Eletrônica

25/07/2020 11:20:17.0

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

24/07/2020 17:59:19.0

JORGE EDUARDO SCARPIN

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

27/07/2020 13:47:38.0

VALÉRIA GAMA FULLY BRESSAN

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS)

Assinatura Eletrônica

26/07/2020 18:09:05.0

LUCAS LAUTERT DEZORDI

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE POSITIVO)

Assinatura Eletrônica

24/07/2020 18:24:42.0

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AGREDECIMENTOS

Sou grato a Deus pelas maravilhas que fizestes em minha vida, o Senhor, ouviu minhas preces e hoje concretizo um sonho.

À minha família, em especial, a minha esposa Daiane, que foi o meu alicerce durante toda a jornada do doutorado.

Aos professores do PPGCONT-UFPR pelos conhecimentos transmitidos. Em particular, ao professor Dr. Douglas Colauto pela competência na orientação.

Aos professores da banca de qualificação e defesa, Dr. Cláudio Barros, Dr. Jorge Scarpin, Dr. Lucas Dezordi e Dra Valéria Bressan as contribuições foram imprescindíveis para o aprimoramento deste trabalho científico.

À secretária do PPGCONT-UFPR e aos demais colaboradores da UFPR que, direta ou indiretamente contribuíram para realização deste trabalho.

Aos colegas de turma Flávio, Franciele, Ivonaldo, Leandro, Mônica e Vagner pela cumplicidade e ajuda mútua durante todos estes anos de estudos.

Aos amigos, colegas de laboratório e demais familiares que me deram forças durante esta caminhada.

À CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pelo apoio financeiro.

RESUMO

A surpresa nos lucros cria anomalias no mercado de capitais permitindo em muitos casos a construção de uma estratégia de arbitragem. Este trabalho avança na compreensão dessa relação inserindo outros aspectos ainda poucos explorados e que podem interferir na forma como o mercado percebe a surpresa nos lucros, sendo eles: a suavização de resultados e os investidores institucionais. Para tanto, defende-se a tese de que a suavização de resultados e a concentração de investidores institucionais moderam a relação surpresa nos lucros e retornos anormais. A tese, no formato de três artigos, analisou 118 companhias não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira durante o período de 2010 a 2018. No primeiro artigo, examinou-se a influência da concentração de investidores institucionais nas chances de suavização de resultados contábeis. Os resultados não sustentam a hipótese de que altas concentrações de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias reduz as chances de suavização de resultados contábeis. No segundo artigo, examinou-se o efeito moderador da concentração de investidores institucionais na relação surpresa nos lucros e retornos anormais. As evidências não confirmaram que a concentração de investidores institucionais altera a direção ou a força que a surpresa positiva de lucros causa nos retornos anormais. No terceiro artigo, investigou-se o efeito moderador da suavização de resultados na relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias com alta concentração de investidores institucionais. Os resultados revelaram que as práticas de suavização de resultados moderam a relação surpresa positiva de lucros e retornos anormais acumulados nos três dias subsequentes a divulgação do resultado, porém ao analisar a amostra com alta concentração de investidores institucionais a significância estatística não foi encontrada. Em síntese, a surpresa nos lucros cria anomalias no mercado brasileiro, sendo um vetor que direciona os retornos anormais no curto prazo; a suavização de resultados eleva os retornos anormais diante de surpresas positivas de lucro em uma janela de eventos de curto prazo; os investidores institucionais não promovem mecanismos de governança corporativa externa que atenuem as práticas de suavização de resultados, assim como não conseguem minimizar as anomalias causadas pela surpresa nos lucros.

Palavras-chave: Surpresa nos Lucros. Retornos Anormais. Suavização de Resultados. Investidores Institucionais.

ABSTRACT

The earnings surprise creates anomalies in the capital market allowing in many cases the construction of an arbitrage strategy. This research advances the understanding of this relationship, inserting other aspects that are still little explored and that can interfere in the way the market perceives the earnings surprise, they are: income smoothing and institutional investors. Therefore, it defends the thesis that the income smoothing and the concentration of institutional investors moderate the relation earnings surprise and abnormal returns. The thesis, in the format of three articles, analyzed 118 non-financial companies listed on the Brazilian stock exchange during the period from 2010 to 2018. In the first article, it examined the influence of the concentration of institutional investors on the chances of income smoothing. The results do not support the hypothesis that high concentrations of institutional investors in the companies' ownership structure reduces the chances of income smoothing. In the second article, it examined the moderating effect of the concentration of institutional investors in the relation earnings surprise and abnormal returns. The evidence did not confirm that the concentration of institutional investors changes the direction or strength that the positive earnings surprises causes in the abnormal returns. In the three article, it examined the moderating effect of income smoothing in the relation earnings surprise and abnormal returns in companies with high concentration of institutional investors. The results revealed that the income smoothing practices moderate the relation positive earnings surprise and cumulative abnormal returns in the three days following the release of results, however when analyzing the sample with a high concentration of institutional investors, the statistical significance was not found. In summary, the earnings surprise creates anomalies in the Brazilian market, being a vector that drives abnormal returns in the short term; the earnings smoothing increases abnormal returns in the face of positive earnings surprises in a short-term event window; institutional investors do not promote external corporate governance mechanisms to mitigate the income smoothing practices and fail to minimize anomalies caused by surprise in profits.

Keywords: Earnings Surprise. Abnormal Returns. Income Smoothing. Institutional Investors.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Desenho de pesquisa	29
Figura 2 - Desenho da pesquisa	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Definição das variáveis de controle.....	33
Quadro 2 - Protocolo de análise.....	35
Quadro 3 - Definição das variáveis de controle.....	69
Quadro 4 - Protocolo de análise.....	71
Quadro 5 - Definição das variáveis de controle.....	109
Quadro 6 - Protocolo de análise.....	111

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Classificação das companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultados contábeis	37
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa	39
Tabela 3 - Comparativo das variáveis segregando a amostra entre companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultado	41
Tabela 4 - Resultados das regressões logísticas pooled e painel com efeitos aleatórios	43
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa	72
Tabela 6 – Correlação entre as variáveis	75
Tabela 7 - Comparativo do retorno anormal de acordo com o tipo de surpresa e concentração do investidor	77
Tabela 8 - Resultados das regressões em painel	80
Tabela 9 - Classificação das companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultados contábeis	113
Tabela 10 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa	115
Tabela 11 - Retornos Anormais segregado pelas características dos resultados ...	118
Tabela 12 - Resultados das regressões em painel AR[0]	124
Tabela 13 - Resultados das regressões em painel CAR[0;+3]	126
Tabela 14 - Resultados das regressões em painel CAR[-3;+3]	129
Tabela 15 - Resultados das regressões em painel CAR[-3;-1]	131

SUMÁRIO

1 APRESENTAÇÃO DA TESE	12
REFERÊNCIAS	17
2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E A SUA VIZIÇÃO DE RESULTADOS	19
2.1 INTRODUÇÃO	19
2.2 FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA E HIPÓTESE	24
2.2.1 Fundamentação Empírica	24
2.2.2 Hipótese de Pesquisa.....	26
2.3 METODOLOGIA.....	27
2.3.1 População e amostra.....	27
2.3.2 Estrutura de validade preditiva	29
2.3.3 Variável independente: investidores institucionais	29
2.3.4 Variável dependente: suavização de resultados	30
2.3.5 Variáveis de controle	33
2.3.6 Procedimentos para Análise Inferencial	34
2.3.7 Protocolo de análise	35
2.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADO	37
2.4.1 Análise descritiva	37
2.4.2 Análise Inferencial	42
2.5 CONCLUSÕES	47
REFERÊNCIAS	49
3 O EFEITO MODERADOR DA CONCENTRAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA RELAÇÃO SURPRESA NOS LUCROS E RETORNOS ANORMAIS	54
3.1 INTRODUÇÃO	54
3.2 FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA E HIPÓTESE	57
3.2.1 Fundamentação Empírica	57
3.2.2 Hipótese de Pesquisa.....	59
3.3 METODOLOGIA.....	62
3.3.1 Estrutura de validade preditiva	63
3.3.2 Variáveis de Controle	68
3.3.3 Procedimentos para Análise Inferencial	69
3.3.4 Protocolo de Análise.....	71
3.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	71

3.4.1 Análise Descritiva dos Dados.....	72
3.4.2 Análise Inferencial.....	79
3.5 CONCLUSÕES.....	84
REFERÊNCIAS.....	87
4 O EFEITO MODERADOR DA SUAUIZACÃO DE RESULTADOS NA RELAÇÃO SURPRESA NOS LUCROS E RETORNOS ANORMAIS EM COMPANHIAS COM ALTA CONCENTRAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS.....	92
4.1 INTRODUÇÃO.....	92
4.2 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE.....	97
4.3 METODOLOGIA.....	100
4.3.1 População e Amostra.....	101
4.3.2 Variável Independente: surpresa nos lucros.....	102
4.3.3 Variável Moderadora: suavização de resultados.....	102
4.3.4 Variável Moderadora: Investidores Institucionais.....	105
4.3.5 Variável Dependente: retornos anormais.....	106
4.3.6 Variáveis de Controle.....	109
4.3.7 Procedimentos para Análise Inferencial.....	110
4.3.8 Protocolo de Análise.....	111
4.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	113
4.4.1 Análise Descritiva.....	113
4.4.2 Análise Inferencial.....	123
4.5 CONCLUSÕES.....	133
REFERÊNCIAS.....	137
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE.....	142
REFERÊNCIAS.....	145

1 APRESENTAÇÃO DA TESE

Neste trabalho defende-se a tese de que a suavização de resultados e a concentração de investidores institucionais moderam a relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto.

De modo geral são quatro grandes temas abordados nesta tese. O primeiro se refere a suavização de resultados, isto é, por meio de escolhas contábeis oportunistas os gestores minimizam as flutuações dos resultados contábeis de forma a influenciar as percepções do mercado quanto a real situação financeira da companhia. Acredita-se que manipulação do resultado contábil tende a ser percebida pelo mercado, principalmente pelos investidores institucionais, por isso, o segundo tema desta tese aborda a concentração de investidores institucionais. Trata-se de investidores com altos níveis de experiência em mercados de capital e financeiro que atuam na gestão de recursos de terceiros realizando grandes volumes de investimentos, tais como bancos, fundos de pensão, fundos de hedge, dentro outros. Assim, quanto maior a participação de investidores institucionais no capital votante da companhia, mais sofisticado tende a ser os investimentos na companhia.

O terceiro tema, leva em consideração que parte das companhias listadas na B3 Brasil, Bolsa, Balcão são acompanhadas pelos analistas de mercado que fazem previsões sobre os lucros futuros. Nesse sentido, buscou-se analisar a força que a diferença entre o lucro reportado e o previsto pelos analistas, chamado de surpresa nos lucros apresenta sobre o retorno das ações. Para tanto, foi necessário compreender a percepção dos investidores, alvo do quarto tema, que neste estudo foi avaliada por meio dos retornos anormais. Assim, sobre a ótica de um estudo de eventos, buscou averiguar o retorno anormal das ações no momento da divulgação da surpresa nos lucros levando em consideração a suavização de resultados contábeis e a concentração de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias.

As previsões dos analistas constituem-se uma indicação de valor para os investidores, pois é com base em suas previsões que os investidores podem se orientar para a tomada de decisão. No mercado de capitais, o analista é visto como um profissional que contribui para reduzir as assimetrias informacionais. Isto porque, em seu trabalho, os analistas avaliam com profundidade a situação econômico-financeira da companhia e formulam projeções e recomendações do ativo em

questão, tudo isso, levando em consideração as incertezas do investimento e uma medida de ajuste ao risco (Martinez & Salim, 2004). A surpresa causada pela informação contábil, ocasionada pela diferença do lucro reportado em relação aos estimado pelos analistas é o vetor que direciona a taxa de retorno anormal, pois o lucro é um elemento para projeção do fluxo de caixa futuro, que por sua vez, afeta o próprio valor de mercado da companhia.

Uma mudança inesperada do lucro conforme projetado pelos analistas, faz com que o mercado reveja suas estimativas sobre a performance futura da companhia, o que pode criar um retorno excedente sobre a compensação do risco e do valor do dinheiro no tempo. No entanto, muitos gestores aparentemente acreditam que os investidores são ingênuos e indefesos quanto à percepção das práticas de gerenciamento de resultado para atender os *benchmarks*, no caso, a previsão dos analistas quanto ao lucro das entidades. Visto por esse prisma, os gestores aproveitariam essa análise superficial dos investidores para exercer seu comportamento oportunista e assim conseguir iludi-los (Goulart, 2007).

Especula-se que pelo menos, os investidores institucionais sejam capazes de detectar práticas oportunista de gerenciamento de resultados, o que por sua vez, passaria a incorporar os efeitos da suavização de resultado em suas expectativas diante de uma surpresa dos resultados. Os investidores suspeitando que as companhias estão utilizando da suavização de resultados contábeis como forma de atender ou superar as previsões dos lucros, irão atribuir um valor negativo aos componentes do lucro divulgado pela empresa, o que em uma precificação racional afetaria o preço de mercado dos ativos.

Acredita-se que os gestores impulsionados pelas imperfeições do mercado, tais como os problemas de agência e assimetria de informação tenderão a influenciar o valor dos ativos. Essa situação denota que o ambiente empresarial é encarado com um conjunto de indivíduos que tomam suas atitudes baseados em interesses próprios, de modo oportunista, buscando defender seus interesses pessoais. Para Martins, Paulo e Monte (2016) a previsão do lucro dos analistas pode resultar em práticas contábeis por parte dos gestores que reduzam a qualidade da informação contábil com o propósito de superar tal expectativa, pois, o não atendimento da previsão, pode sinalizar algo ruim para o mercado de capitais, atingindo de forma negativa o preço das ações e, por consequência, a reputação do gestor.

O pressuposto é de que os gestores farão escolhas contábeis para satisfazer as previsões de lucros dos analistas, de modo a impedir uma reação negativa no preço das ações caso a previsão não seja atendida. Para Fields, Lys e Vincent (2001) a escolha contábil passa a ser um mecanismo pelo qual *insiders* melhores informados podem administrar o momento de divulgar ou não determinada informação contábil, ou mesmo, selecionar determinado método contábil na crença de que lucros maiores do que se esperava possa contribuir para elevação do valor das ações da companhia, bem como, contribuir para os contratos de remuneração ou reputação do gestor.

Com base na Teoria da Agência Jensen e Meckling (1976), há motivos para considerar que o agente (gestor) procurando maximizar a própria utilidade, nem sempre atuará com atitudes que respeitem o interesse do principal (investidor). Por isso, utilizaram a suavização de resultado na tentativa de disfarçar o real desempenho da empresa (Fields et al., 2001; Healy & Wahlen, 1999; Rangan, 1998; Teoh, Welch, & Wong, 1998; Verrecchia, 1983). No entanto, a presença de investidores institucionais na estrutura de capital da companhia pode se caracterizar como uma medida de governança corporativa, uma vez que os investidores institucionais provocariam uma espécie de monitoramento externo frente as práticas oportunista dos gestores com o intuito de reduzir os problemas de agência existentes pela divergência de interesses entre as partes. É neste sentido que o primeiro artigo busca avaliar a influência dos investidores institucionais sobre as práticas de suavização de resultado.

Ainda seguindo os preceitos da Teoria da Agência, não existem mercados perfeitos e eficientes, pois o mundo real opera com níveis informacionais diferenciados entre os agentes. Chudek, Truong e Veeraraghavan (2011) explicam que durante décadas, as pesquisas evidenciam um atraso consistente nas respostas dos preços das ações às informações sobre os lucros, o que contradiz a forma semiforte das hipóteses de eficiência dos mercados proposta por Malkiel e Fama (1970), de que os preços das ações devem responder de forma instantânea e imparcial à chegada de informações públicas, não sendo possível os investidores obterem excesso de retorno no mercado de ações. A explicação para parte desta ineficiência é porque os investidores subestimam o valor das informações relevantes dos anúncios de lucros ou processam as informações com um atraso significativo (Bernard & Thomas, 1989). No entanto, restam dúvidas que carecem de maiores estudos sobre o assunto, pois o nível de sofisticação financeira do investidor pode interferir no processamento e compreensão da relação surpresa-retorno. Diante deste cenário, o segundo artigo tem

como objetivo analisar o efeito moderador da concentração dos investidores institucionais sobre a relação surpresa nos lucros e retorno anormal.

A relação surpresa nos lucros e retorno das ações é alvo de estudo nacionais e internacionais ao longo de muitos anos. Latané e Jones (1977); Jones, Rendleman e Latané (1984) e Jones, Rendleman e Latané (1985) são considerados os precursores desse tipo de estudo e evidenciaram que as companhias com lucro superior ao esperado (lucro efetivo versus lucro previsto) obtiveram melhores retornos do que as companhias com desempenho inferior ao previsto. A literatura internacional infere que a surpresa nos lucros cria anomalias no mercado permitindo em muitos casos a construção de uma estratégia de arbitragem (Bernard & Thomas, 1989; Foster, Olsen, & Shevlin, 1984; Skinner & Sloan, 2002).

Esta tese busca avançar na compreensão dessa relação e insere outros aspectos que podem interferir a forma como o mercado percebe a surpresa nos lucros. Por isso, o terceiro artigo leva em consideração o efeito moderador da suavização de resultados na relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias com alta concentração de investidores institucionais.

Em termos de originalidade e importância, a tese explora um aspecto até então, pouco investigado pelas pesquisas, que é o fato de existirem determinantes que influenciem a relação: surpresa nos lucros e retornos anormais. Essencialmente, verifica-se a possibilidade da suavização de resultado e de investidores institucionais se tornarem moderadores que potencializem ou atenuem os efeitos da surpresa nos lucros sobre o retorno anormal. Segundo Graham, Harvey e Rajgopal (2005) grande parte dos executivos das companhias ponderam as expectativas do mercado de capitais quanto ao desempenho da companhia por meio de escolhas contábeis com o intuito de suavizar os resultados contábeis, bem como para manter a previsibilidade dos lucros. Porém é preciso levar em consideração o argumento de Healy e Wahlen (1999) de que os investidores apresentam habilidades para identificar as ações de gerenciamento de resultado e que não estão focados no curto prazo em relação as previsões sobre o desempenho futuro da entidade. Contudo, há evidências que mostram que o mercado não é hábil em reconhecer o comportamento dos componentes do lucro, assim, se há atraso ou viés na interpretação das informações divulgadas, existe espaço para ganhos anormais (Cupertino, Martinez, & Costa Jr, 2015).

Considera-se que gestores utilizam das escolhas contábeis para disfarçar, enganar, distorcer e manipular informações contábeis com a intenção de obter ganhos pessoais e, mesmo com uma série de mecanismos de governança corporativa é possível esperar que o oportunismo prevaleça devido à seleção adversa ou ao risco moral. Scott (2012) explica que, enquanto a seleção adversa caracteriza-se pela presença de informação oculta, o risco moral resulta de uma ação oculta. Na perspectiva da seleção adversa, o principal não consegue determinar se as ações do agente são ótimas ou não, pois a informação não é distribuída de forma uniforme, ao mesmo tempo que, no risco moral, o principal não é hábil o suficiente para controlar todas as ações do agente, principalmente se suas ações apresentam valores diferentes quando comparados com o principal.

Porém ao levar em consideração a concentração de investidores institucionais sobre a estrutura de propriedade das companhias, contribui-se para a discussão sobre a força que os acionistas sofisticados exercem no controle das ações oportunistas dos gestores e na percepção sobre a surpresa nos lucros. Isto porque, parte-se do pressuposto que o investidor institucional é uma classe de investidores sofisticados e que possuem fortes habilidades para processar informações disponibilizadas por diversas fontes, bem como, compilar essas referências em um conjunto de informações privadas para assim, empregá-la em suas decisões de investimento (Bartov, Radhakrishnan, & Krinsky, 2000). Dada as características sofisticadas desses investidores tem-se que as ações oportunistas dos gestores sejam contidas a medida que a companhia apresenta uma maior concentração desse tipo de investidor em sua estrutura de propriedade, além de promover uma maior equidade entre as partes interessadas, uma vez que esse tipo de investidor fará o possível para que seus interesses sejam colocados em prática pelos gestores.

Ademais, esta tese ajuda a alavancar os estudos em mercados emergentes e contribui para compará-los com as evidências internacionais. Conforme evidenciado por Pimentel (2015) é preciso levar em consideração que o Brasil possui altos índices de ações em posse de poucas companhias, baixa liquidez das ações em grande parte das companhias e elevada volatilidade das ações por conta dos movimentos especulativos, bem como forte concentração de investimento na posse de um único acionista majoritário. Tais características podem interferir na eficiência do mercado de ação brasileiro e proporcionar resultados adversos em relação ao mercado externo.

Por fim, espera-se que este estudo contribua para sociedade, pois será possível esclarecer se de fato os investidores institucionais aplicam algum tipo de mecanismo externo de governança corporativa sobre as ações oportunista dos gestores, no que se refere aos aspectos da suavização de resultado. Também será possível analisar se as ações das companhias brasileiras com surpresas positivas de lucro causam excesso de retorno, permitindo ao mercado criar carteiras de ações com retornos maiores do que o esperado. Por outro lado, será possível averiguar se os investidores institucionais podem atenuar esse tipo de arbitragem, o que refletiria num mercado com menos anomalias. Ademais, busca-se compreender se a sofisticação financeira do investidor institucional é suficientemente apurada para perceber as práticas de suavização de resultados no momento da divulgação do lucro.

REFERÊNCIAS

- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36. doi: 10.2307/2491062
- Chudek, M., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2011). Is trading on earnings surprises a profitable strategy? Canadian evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 832-850. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.06.004>
- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. (2015). Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. *Research in International Business and Finance*, 34, 309-323.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00028-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3)
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *The Accounting Review*, 59(4), 574-603.
- Goulart, A. M. C. (2007). *Gerenciamento de Resultados Contábeis em Instituições Financeiras no Brasil*. (Tese Doutorado), Universidade de São Paulo - USP, São Paulo/SP.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Healy, P., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. doi: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1984). Stock returns and SUEs during the 1970's. *The Journal of Portfolio Management*, 10(2), 18-22.
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1985). Earnings announcements. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 28.
- Latané, H. A., & Jones, C. P. (1977). Standardized unexpected earnings a progress report. *The Journal of Finance*, 32(5), 1457-1465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03347.x
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x
- Martinez, A. L., & Salim, J. J. (2004). *Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras*. Paper presented at the Encontro ANPAD XXVIII.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90.
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings¹. *Journal Of Financial Economics*, 50(1), 101-122. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. Pearson: 6th Edition.
- Skinner, D., & Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312. doi: 10.1023/A:1020294523516
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974. doi: 10.1111/0022-1082.00079
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

2 INVESTIDORES INSTITUCIONAIS E A SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS

RESUMO: Este estudo tem por objetivo examinar a influência da concentração de investidores institucionais sobre as chances de suavização de resultados contábeis em companhias brasileiras de capital aberto. Foram analisadas 118 companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018, totalizando 2.264 observações. Com base no banco de dados Thomson Reuters®, o investidor foi considerado institucional quando atua com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). Para apuração das companhias suavizadoras de resultados utilizou-se as métricas EM1 e EM2 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e adaptação de Kolozsvari e Macedo (2016) além de testes não paramétricos de diferença de média e regressão logística com estrutura de painel. Os resultados mostraram que a concentração de investidores institucionais não é um preditor significativo da suavização de resultados contábeis. Os achados relevam que a sofisticação financeira atrelada aos investidores institucionais pode não ser suficiente para criar um monitoramento externo de governança corporativa capaz de atenuar as práticas oportunistas dos gestores.

Palavras-chaves: Suavização de Resultados. Investidores Institucionais. Companhias Brasileiras.

2.1 INTRODUÇÃO

Para esconder um desempenho financeiro ruim ou para atingir alguma meta de resultado específica, os gestores de forma discricionária podem fazer escolhas contábeis que proporcionem uma mudança na percepção dos usuários acerca das demonstrações contábeis. Segundo Burgstahler e Dichev (1997); DeFond e Park (1997) o gerenciamento de resultados pode ser uma estratégia utilizada pelos gestores para garantir os bônus atrelados aos bons resultados da companhia ou ainda, utilizado como para evitar sua demissão devidos ao insatisfatório desempenho da companhia em dado momento, isto é, por meio de escolhas contábeis discricionárias o gestor pode manipular os lucros contábeis para fortalecer e proteger suas carreiras profissionais. No entanto, acredita-se que este ato oportunista, não passe despercebido pelos investidores institucionais, mesmo quando a técnica de gerenciamento de resultado se tratar do *income smoothing*.

O *income smoothing* ou suavização dos resultados é identificado pela literatura como um comportamento oportunista dos gestores para minimizar as flutuações dos resultados contábeis. Deriva de uma escolha contábil discricionária voltada a controlar a volatilidade do lucro divulgado em torno de um resultado esperado (*target income*), mediante a uma intervenção proposital no processo de

elaboração das demonstrações financeiras (Beattie et al., 1994). O uso do *income smoothing* pode ser considerada uma vertente do gerenciamento de resultados, uma vez que, ocorre em qualquer decisão subjetiva que tenha como foco alterar os resultados apresentados nas demonstrações contábeis, com vistas a modificar a avaliação geral dos usuários externos (Dechow, Hutton, Kim, & Sloan, 2012). Na prática, quando o lucro corrente da companhia é ruim e a expectativa do lucro futuro é boa, os gestores podem empregar uma parcela do lucro futuro esperado para integrar o lucro do período atual que se encontra ruim. O inverso também é possível, quando o lucro corrente é bom e as expectativas futuras sobre os resultados estão ruins, os gestores por meio de práticas contábeis evitarão divulgar todo o lucro nesse momento para usá-lo no futuro (DeFond & Park, 1997).

Inúmeras são as motivações que podem levar um gestor a suavizar os resultados, dentre elas é possível destacar os estímulos relacionadas ao mercado de capitais. De acordo com Martinez e Salim (2004) o gestor pode estar encorajado ao gerenciamento de resultados com vista a atender determinados pontos de referência (*benchmark*), bem como motivado pelo lançamento de determinado título. Dessa forma, é possível acreditar que a suavização de resultados possa estar ligada ao objetivo de valorizar a companhia, isto é, os gestores utilizam da manipulação de resultados contábeis para passar a impressão de que a estabilidade financeira da companhia é boa, bem como para reduzir a percepção de riscos por parte do investidor.

Acredita-se que a ação oportunista do gestor possa ser colocada à prova, e até mesmo limitada, se o investidor for sofisticado o suficiente para fazer uma análise mais profunda dos componentes do lucro. O conceito de investidor sofisticado está relacionado a capacidade que este possui para obter e processar informações disponibilizadas por diversas fontes, bem como, compilar essas referências em um conjunto de informações privadas para assim, empregá-la em suas decisões de investimento (Bartov et al., 2000). Uma *proxy* reconhecida em pesquisas nacionais e internacionais para a sofisticação financeira são os investidores institucionais (Bartov et al., 2000; Cho, Chung, & Liu, 2018; Correia, Amaral, & Louvet, 2018; González & García-Meca, 2014; Grando, 2019; Holanda, Rebouças, & Coelho, 2013; Hsu & Koh, 2005; Lel, 2019; G. A. S. F. d. Lima, Góis, Luca, & Sousa, 2018). Trata-se de uma classe de investidores com alto nível de experiência em mercados de capital e financeiro e que atuam na gestão de recursos de terceiros realizando grandes

volumes de investimentos, sendo um dos principais negociantes das bolsas de valores pelo mundo inteiro.

A literatura apresenta duas visões sobre o comportamento dos investidores institucionais sobre as práticas de gerenciamento de resultados no contexto da governança corporativa. A primeira, fomenta a discussão de que os investidores institucionais são transitórios, ou seja, seus investimentos tendem para uma orientação no curto prazo. Sob esse aspecto os investidores estão preocupados com o resultado num breve horizonte, o que por sua vez, provocaria uma pressão maior sobre os gestores em apresentar resultados satisfatórios, uma vez que os investidores avaliarão o desempenho da companhia em comparação com seus pares do setor e farão constantes ajustes para equilibrar uma carteira de investimento com melhores retornos (Bushee, 1998). Dessa forma, os investidores institucionais estão menos propensos a gastar tempo e recursos financeiros para monitorar as práticas de gestão sobre os números contábeis, o que proporcionaria aos gestores maiores margem para a prática da suavização de resultados.

A segunda visão, denota que os investidores institucionais são agentes financeiros que se preocupam com carteiras de longo prazo, ou seja, os aportes de investimento seguem para um período duradouro, o que controlaria os problemas de agência. A ideia é de que a participação institucional esteja relacionada ao investidor com princípios mais engajados na resolução de conflitos, pois o que está em jogo são retornos de investimentos de longo prazo. Além disso, os investidores institucionais possuem um custo menor para monitorar os gestores, tendo em vista sua sofisticação financeira e dependendo do tamanho de sua participação. Dessa forma, acredita-se que os investidores institucionais podem ser sofisticados o suficiente para perceber que o lucro divulgado pela companhia foi manipulado, e por isso, tendem a atenuar esse tipo de prática dentro das companhias.

A contradição no efeito da suavização de resultado no mercado cria uma lacuna a ser investigada com vista a compreender a forma como os investidores institucionais interferem na prática do gerenciamento de resultado, principalmente quando os gestores utilizam da técnica do *income smoothing*. Neste sentido, a indagação feita neste estudo é: **qual a influência da concentração de investidores institucionais sobre as chances de suavização de resultados contábeis em companhias brasileiras de capital aberto?**

Elyasiani e Jia (2010) mencionaram que a estabilidade do investimento, permite ao investidor institucional dispor de mais tempo para analisar e apreender sobre o negócio da companhia, da mesma maneira que, melhora sua competência em investigar o comportamento do gestor nas tomadas de decisões. No contexto australiano, a pesquisa de Hsu e Koh (2005) evidenciou que maiores concentrações de investidores institucionais mitigam o gerenciamento de resultado agressivo.

Lel (2019) também enaltece os investidores institucionais em âmbito internacional. O autor segrega a participação dos investidores institucionais de acordo com sua identidade e verifica sua relação com o gerenciamento de resultados em 76 países. Os achados denotam que companhias com maior concentração de investidores institucionais estrangeiros e independentes gerenciam menos lucros contábeis em dois aspectos principais: em países com fraca proteção aos investidores e quando as companhias apresentam maiores oportunidades de crescimento. Em ambas as pesquisas os autores caracterizam os investidores institucionais como um mecanismo de governança corporativa que promove o monitoramento e a redução dos conflitos de agência.

Por outro lado, apesar da suavização de resultados estar pautada em uma prática oportunista com vista a iludir os investidores, ainda assim, é possível considerar que este ato, não seja visto de forma negativa. Lambert (1984) e Trueman e Titman (1988) explicam que lucros menos voláteis podem transmitir ao mercado de capitais a imagem de uma companhia menos arriscada. Afinal de contas, a estabilidade dos lucros proporciona ao investidor uma estimativa mais precisa dos fluxos de caixa futuro, além de contribuir para redução dos custos de capital e de terceiros, bem como melhorar o valor da companhia. Dessa forma, os gestores utilizam das práticas de suavização de resultado como uma ferramenta de auxílio na valorização da companhia e acreditam que os investidores não apreciam surpresas, a exceção dos especuladores. Assim, companhias que apresentem resultados mais estáveis, ou seja, sem muita oscilação, tendem a preferência dos investidores.

Em uma amostra de companhias listadas na bolsa de valores coreana, Cho et al. (2018) analisaram 10.709 empresas não financeiras e puderam concluir que os investidores institucionais com horizonte de investimento de curto prazo facilitam a miopia gerencial. Os resultados apontaram que companhias que apresentam investidores institucionais nacionais e com objetivos transitórios incentivam as companhias a utilizarem práticas de suavização de resultado. Cabe ressaltar que

muitas pesquisas, inclusive no âmbito brasileiro tratam a prática de gerenciamento de resultado como *proxy* para qualidade da informação contábil (Correia et al., 2018; González & García-Meca, 2014; Silva, Gonçalves, Bonfim, & Niyama, 2018; Sousa, 2017).

Para estas pesquisas era esperada que a participação dos investidores institucionais estivessem ligada a uma maior qualidade da informação contábil (menor nível de gerenciamento de resultado), uma vez que os investidores institucionais representariam uma forma de monitoramento das ações dos gestores, dada a sua participação menos dispersa e melhor acesso ao suporte de profissionais e analistas de relatórios. No entanto, as pesquisas acima não conseguiram provar a existência de uma relação significativa.

Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2013) pesquisaram 169 CFOs (Chief Financial Officer) de empresas americanas e apontaram que 20% das companhias utilizam práticas de gerenciamento de resultado sobre o lucro com o intuito de modificar a interpretação dos usuários sobre a situação financeira e econômica da companhia, sendo que para 10% dessas empresas o lucro por ação foi particularmente manipulado. A pesquisa também mostrou que os 60,1% dos executivos utilizavam a suavização de resultado, por acreditar ser um comportamento difícil de ser percebido pelos usuários. A percepção dos investidores institucionais ainda parece não ser algo passível de generalização, principalmente em mercado de capitais com as particularidades do Brasil.

Pimentel (2015) denota que o mercado brasileiro possui altos índices de ações em posse de poucas companhias, baixa liquidez das ações em grande parte das companhias e elevada volatilidade das ações por conta dos movimentos especulativos, bem como forte concentração de investimento na posse de um único acionista majoritário. Tais características podem interferir na eficiência do mercado de ação brasileiro e apresentar resultados diferenciados em relação ao cenário internacional. Além disso, é possível acreditar que os investidores institucionais possam se aliar aos controladores no “efeito entrincheiramento”, isto é, os investidores se tornariam um agente passivo das decisões gerenciais permitindo que as ações gerenciais empreendam na extração de benefícios privados do controle à custa dos demais investidores (Elyasiani & Jia, 2010).

Cabe ressaltar, que devido à falta de consenso das pesquisas sobre a influência dos investidores institucionais nas práticas oportunistas dos gestores

(Correia et al., 2018; González & García-Meca, 2014; Holanda et al., 2013) se faz necessários avançar com outras medidas de avaliação para estas variáveis. Neste sentido, optou-se por utilizar a métrica de Kolozsvari e Macedo (2016) para identificar as companhias suavizadoras de resultado. Trata-se de uma adaptação do modelo EM1 e EM2 de Leuz et al. (2003) associada diretamente as companhias. Além disso, a base de dados utilizada para avaliar a concentração de propriedade institucional contempla informações de investidores que detêm participações menores que 5%, diferentemente do que é divulgado pelas companhias nos formulários de referência, o que por sua vez, proporciona informações mais completas sobre a composição da estrutura de propriedade das companhias.

2.2 FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA E HIPÓTESE

2.2.1 Fundamentação Empírica

A suavização de resultado em seu aspecto artificial decorre da manipulação de *accruals* discricionários que compõem o lucro da companhia. Quando empregado à demonstração de resultado, os *accruals* se referem à parcela do resultado não realizada financeiramente, consequência da adoção do regime de competência, ou seja, correspondem às transações que compuseram o lucro, mas não integraram em movimentações de caixa. Esse componente, os *accruals*, podem ser classificados em não discricionário e discricionário. O componente não discricionário se refere aos valores contabilizados que o gestor não obteve liberdade de escolha no processo de reconhecimento e mensuração das transações. Por outro lado, os componentes discricionários são aqueles nos quais o gestor possui, dentro dos limites das práticas contábeis, certa liberdade em seu reconhecimento e mensuração (Correia et al., 2018).

Tomando-se a Teoria da Agência para lente de análise, é possível admitir que o comportamento de suavizar os resultados é motivado frente ao tipo de contrato estabelecido entre agente e principal. Em uma perspectiva oportunista, os resultados da prática do *income smoothing* vão procurar distorcer o lucro reportado para maximizar o interesse do próprio gestor, porém é possível que de alguma forma, tal ação possa trazer benefícios ao principal, isto é, maximizar também os interesses próprios acionistas, visto que lucros menos voláteis podem significar que a empresa

é menos arriscada como objeto de investimento (Lambert, 1984). Em consonância aos argumentos acima, Healy e Wahlen (1999) alegam que o uso da informação contábil por parte dos analistas e investidores cria motivações para a prática de gerenciamento de resultados com o propósito de influenciar o valor das ações no curto prazo.

Ainda que os gestores se sintam motivados as práticas de gerenciamento de resultados, existe no mercado investidores treinados e com vasta experiência na área de finanças que examinam cautelosamente os dados e relatórios contábeis divulgados pelas companhias, e que por vezes, podem perceber as escolhas contábeis oportunistas feita pelos gestores. A literatura reconhece que quanto maior for a eficiência dos investidores em analisar as informações geradas pelas companhias maiores são seus níveis de sofisticação financeira. No entanto, para se tornar sofisticado se faz necessário elevado dispêndio financeiro para obter informações ou ainda, um alto nível de experiência em mercados financeiros, basicamente divide-se os investidores são divididos em dois grandes grupos: individuais e institucionais (I. S. Lima, Lima, & Pimentel, 2012). Os investidores individuais são formados por pessoas físicas e jurídicas que empregam recursos próprios, enquanto os investidores institucionais são organizações que administram grandes volumes de recursos de diversas pessoas.

Identifica-se como investidores institucionais as entidades de previdência privada, as companhias seguradoras, as companhias de capitalização, as sociedades de investimento e os consórcios e clubes de investimento (Sousa, 2017). Nesse sentido, estudos precedentes utilizaram como *proxy* de investidor sofisticado o grupo classificado como institucional, pois segundo Shiller e Pound (1989), tais investidores empregam mais tempo em suas análises, quando comparados aos investidores individuais, aliais, o aporte financeiro empregado a estes investidores os permite ter um maior acesso a informações onerosas, ou seja, são investidores melhores informados. Outra característica presente nos investidores institucionais é a forma como aplicam seus investimentos e como sua presença interfere no comportamento da administração das companhias investidas. Para Bushee (2001), tais investidores detêm grandes participações acionárias no capital das companhias e por longos períodos, essa combinação de vultosa aplicação e prolongada permanência faz com o investidor institucional exerça um maior monitoramento da gestão da companhia.

Assim, é possível acreditar que companhias que apresentam em seu quadro social investidores sofisticados tendem a mitigar comportamentos oportunistas dos

gestores, isto é, o monitoramento externo dos investidores institucionais provoca uma espécie de mecanismo de governança corporativa diante dos conflitos de agência.

2.2.2 Hipótese de Pesquisa

Graham et al. (2005) ao entrevistarem cerca de 400 CFO's (Chief Financial Officer) americanos, observaram que 78% já renunciaram valores no longo prazo para suavizar o lucro. A pesquisa também apontou que os gestores preferem suavizar o lucro líquido, pois acreditam que, ao suavizar esse lucro, os investidores perceberiam a companhia menos arriscada, visto que a suavização seria capaz de alterar o risco percebido pelo investidor, sendo assim, o custo de capital e de dívida dessas empresas seriam diminuídos com tal ação. Esse efeito também foi percebido no Brasil no estudo de Castro e Martinez (2009) que analisaram o efeito do *income smoothing* sobre a estrutura de capital e o custo de capital de terceiros, os autores concluíram que as companhias que promovem a suavização de resultados estão propensas a ter um menor custo de capital de terceiros e uma estrutura de capital com maior peso para endividamentos de longo prazo.

As evidências de Iñiguez e Poveda (2004) também denotam que as companhias suavizadoras de resultados apresentam maiores retornos anormais e menores riscos sistêmicos em comparação às não suavizadoras. A explicação para esses resultados é de que o mercado espanhol não processa as informações sobre a suavização de resultados de forma eficiente, permitindo a redução do risco sistemático de ações e melhorando seu retorno através do gerenciamento de resultados. Por outro lado, os achados da pesquisa de Hsu e Koh (2005) apontam para uma restrição das práticas de gerenciamento de resultado por parte dos gestores em empresas australianas com investidores institucionais. Na visão de Silva et al. (2018) os componentes do lucro deveriam se tornar mais informativos a medida que as companhias apresentassem em sua estrutura de propriedade investidores institucionais. O entendimento é de que esse tipo de investidor forçaria a administração da companhia a se intensificarem em ações de longo prazo como forma de reduzir seus riscos e melhorar ganhos.

Para Koh (2003) e Hsu e Koh (2005) as práticas de gerenciamento de resultados podem ser afetadas pelos investidores institucionais conforme seu nível de participação societária. Segundo os autores, baixos níveis de investidores

institucionais denotam que os investimentos naquelas companhias são considerados de curto prazo, ou transitório, enquanto níveis mais altos de concentração de investidores institucionais representam investimento de longo prazo, ou seja, existe uma forte tendência dos investidores estarem engajados na resolução de conflitos, pois buscarão retornos por um longo período. A lógica é de que a maior concentração de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias impacta positivamente a governança corporativa, pois força os gestores a pensarem em estratégias de longo prazo, atenuando ou mesmo desencorajando as práticas de gerenciamentos de resultado ligadas a pressões de curto prazo. Evidências empíricas sobre a relação gerenciamento de resultados e investidores institucionais que corroboram com esta visão pode ser encontrados nos trabalhos de (Cho et al., 2018; Hsu & Koh, 2005; Lel, 2019)

Nesse sentido, a hipótese teórica proposta desta pesquisa assume que os investidores sofisticados exercem mecanismo de controle nas atitudes oportunistas dos gestores de forma a mitigar os conflitos de agência. A consequência de um ambiente com maior nível de monitoramento, por conta das pressões externas é que as práticas de *income smoothing* sejam menos acentuadas na presença de investidores institucionais. Nesse sentido, depreende-se a seguinte hipótese: **companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis.**

2.3 METODOLOGIA

A partir de uma abordagem quantitativa será possível fornecer evidências para o exame da hipótese desenvolvida. Trata-se de um estudo empírico-analítico voltado a investigar a influência que a concentração de investidores institucionais da estrutura de propriedade das companhias apresenta sobre as ações discricionárias dos gestores no que tange a prática de suavização de resultados contábeis.

2.3.1 População e amostra

A população alvo do estudo compreende as companhias de capital aberto, exceto as do setor financeiro, que apresentaram ações negociadas na B3 Brasil,

Bolsa, Balcão entre os trimestres de 2010 a 2018. As companhias financeiras não fazem parte da população, pois a contabilização das contas de resultado possui regulação contábil específica, o que por sua vez, poderia afetar os dados contábeis e influenciar a análise dos resultados. Para definição do período do estudo levou-se em consideração à adoção das IFRS (*International Financial Reporting Standards*) que para as companhias brasileiras ocorreu em 2010. Além disso, o emprego de períodos anteriores a 2010 poderia causar danos de difícil controle na apuração do lucro contábil, tendo em vista as mudanças normativas com a convergência das IFRS (Martins, Monte, & Machado, 2019). Ressalta-se ainda, que foi a partir de 2010 que as companhias passaram a divulgar de forma obrigatória o demonstrativo de fluxo de caixa, dado necessário para o cálculo da suavização de resultado.

A composição da amostra parte da perspectiva de um painel com dados trimestrais desbalanceado. O fato das companhias brasileiras serem obrigadas a divulgar seus demonstrativos contábeis de forma trimestral (Instrução CVM nº 202/93) possibilita que os gestores possam usar seu poder de discricionariedade sobre os números contábeis de forma mais recorrente, por outro lado, o mercado tem a possibilidade de acompanhar com maior detalhe e frequência a situação econômico-financeira das companhias. O período do estudo perfaz 33 trimestres, visto que a coleta de dados foi realizada em janeiro 2019 e nesta época não havia sido disponibilizado o resultado do último trimestre de 2018, além disso, para algumas variáveis fez necessário o cálculo do desvio-padrão, bem como a defasagem do período anterior, por isso, o período da base de dados inicia-se no segundo trimestre de 2010 e encerra-se no terceiro trimestre de 2018.

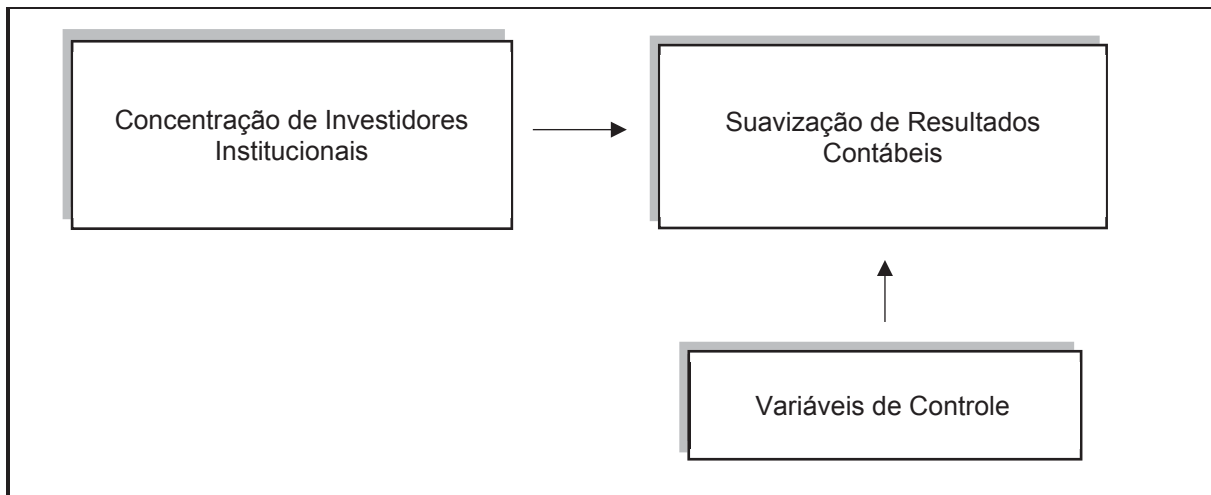
Os dados financeiros e da estrutura de propriedade que compõem as variáveis da pesquisa foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters®. No entanto, não foi possível localizar informações completas para cada companhia ao longo de todos os trimestres, por isso, constitui-se um estudo de painel desbalanceado.

O recorte populacional para definição da amostra partiu de um universo com 312 companhias não financeira listadas na B3. Posteriormente foram excluídas as companhias que não apresentaram dados completos para o cálculo das variáveis, o que por sua vez, resultou em uma amostra final de 118 companhias e 2.264 observações.

2.3.2 Estrutura de validade preditiva

Na Figura 1 denota-se a construção da lógica de relacionamento entre as variáveis:

Figura 1 - Desenho de pesquisa



Fonte: o autor (2020).

Conforme a representação acima, busca-se analisar a influência que a variável independente, concentração de investidores institucionais exerce sobre a variável dependente, suavização de resultados contábeis. Além disso, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: tamanho do ativo, ROA, alavancagem, dificuldade financeira, *market-to-book* e idade da companhia. Nos tópicos seguintes são apresentados a operacionalização das variáveis.

2.3.3 Variável independente: investidores institucionais

O investidor foi considerado institucional quando se trata de acionista que atuam com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). Na base Thomson Reuters® essa classificação é denominada “Investment Managers”, trata-se de investidores institucionais (*buy side*) que estão na ponta compradora, tendo poder discricionário sob os ativos em gestão tanto nas decisões de compra como venda. Neste grupo de investidores estão: *Bank and Trust; Foundation; Hedge Fund; Investment Advisor; Insurance Company; Pension Fund; Private Equity; Venture Capital; Investment Advisor/Hedge Fund* e *Sovereign Wealth Fund*.

A base Thomson Reuters® dispõe de uma série histórica trimestral da quantidade de ações ordinárias por investidor e não apenas dos principais acionistas como é comumente relatado nos formulários de referências divulgados na CVM. Esses dados se tornam muito mais completos, pois além das informações publicadas pela companhia referente a composição de sua estrutura de propriedade, a base compila dados divulgados pelos próprios investidores. Assim, é possível determinar em cada companhia a concentração de propriedade de cada investidor, bem como sua identidade. A forma de capturar o investidor institucional é por meio da variável “INST” que corresponde a razão da participação de ações ordinárias que os investidores institucionais detêm sobre as ações ordinárias da companhia. Trata-se de uma variável com valor de 0 a 1, sendo 0 a inexistência de participação desse tipo de investidor na companhia e 1 onde totalidade de ações ordinárias estão em posse destes investidores.

2.3.4 Variável dependente: suavização de resultados

A construção das variáveis de suavização de resultado tiveram como base o trabalho de Leuz et al. (2003). Os autores desenvolveram quatro métricas de gerenciamento de resultados para identificar o nível em que os gestores utilizam seu poder discricionário sobre as práticas contábeis para mascarar o desempenho econômico de suas companhias. Basicamente estas métricas foram divididas em dois grupos: i) identificação do *income smoothing* formada pelas métricas EM1 e EM2; e ii) constatação da discricionariedade na divulgação dos lucros formada pelas métricas EM3 e EM4. No entanto, como o foco deste artigo recai sobre a possibilidade dos gestores utilizarem sua posição na companhia para reduzir a variabilidade dos lucros, serão utilizadas somente as métricas EM1 e EM2.

A métrica EM1 tem o propósito de capturar a suavização de resultado por meio de ajustes contábeis. Na Equação 1 a suavização ocorre quando o gestor tenta reduzir a variabilidade do lucro divulgado por meio de *accruals*. De forma prática, a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional é consequência dos *accruals*, por isso, há indícios de que a suavização de resultado ocorre quando a variabilidade do lucro operacional é menor que a variabilidade do fluxo de caixa operacional. Nesse sentido, quanto menor o valor encontrado pela métrica, maiores são os níveis de suavização.

$$EM1 = \sigma(LO/A_{-1})/\sigma(FCO/A_{-1}) \quad (1)$$

A suavização de resultado por meio da métrica EM1 é obtida pela razão do desvio-padrão do Lucro Operacional (LO), também chamado de EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) e pelo desvio-padrão do Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Ambas variáveis foram divididas pelo Ativo Total do período anterior (A_{-1}) e coletadas de forma direta pelos demonstrativos contábeis divulgados trimestralmente pelas companhias.

Para determinação da métrica EM2, Leuz et al. (2003) assumem que gestores podem utilizar escolhas contábeis para atenuar os impactos econômicos ao fluxo de caixa operacional. Como exemplo, acelerar o reconhecimento de algum tipo de receita, postergar custos. Assim, a companhia tem a possibilidade de esconder seu verdadeiro desempenho econômico contribuindo em determinado trimestre para preservar sua imagem e evitar que este resultado tenha peso negativo no mercado de capitais. Esse mecanismo possibilita que gestores utilizem a discricionariedade dos *accruals* contábeis para amortizar os choques do fluxo de caixa. A correlação negativa entre os *accruals* e o fluxo de caixa é algo que naturalmente se espera como resultado, uma vez que, os *accruals* são tratados com a diferença entre o lucro líquido e fluxo de caixa operacional, isto é, acumulam de forma temporária valores de resultado que serão revertidos em caixa em outro momento. No entanto, em contexto de oportunismo, quanto maior a magnitude da correlação entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional, maiores são as chances de suavização de resultado. Assim, tem-se:

$$EM2 = r_s(\Delta(AT/A_{-1}), \Delta(FCO/A_{-1})) \quad (2)$$

A métrica EM2 é obtida pela correlação de Spearman (r_s) das variações dos Accruals Totais (AT) e Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Ambas variáveis são divididas pelo Ativo Total do período anterior (A_{-1}). A mensuração da variável AT foi realizada pela abordagem do fluxo de caixa, em que os *accruals* totais são calculados pela diferença entre o lucro antes dos itens extraordinários e o fluxo de caixa operacional.

Para caracterização das companhias que suavizaram resultado, optou-se por seguir os passos de Kolozsvari e Macedo (2016). Os autores adicionaram testes estatísticos para classificar as empresas entre suavizadoras e não suavizadoras, de forma a associar a suavização de resultado diretamente por empresa, pois na modelagem original de Leuz et al. (2003) a suavização de resultado é tratada em nível de mercado, isto é, as métricas são calculadas baseadas em grupos previamente determinados e comparadas entre esses grupos, como por exemplo países ou setores.

Kolozsvari e Macedo (2016) identificam se a companhia suaviza resultado pela métrica EM1 usando dois critérios: (i) se a razão do desvio-padrão dos lucros operacionais e do desvio-padrão dos fluxos de caixa operacionais for menor que a unidade, ou seja, menor que 1; e (ii) se a metade do valor p do teste F for menor que 0,05, pelo nível de significância estipulado. Dessa forma, apura-se por meio do teste F a probabilidade de que as variações do lucro operacional (matriz 1) e do fluxo de caixa operacional (matriz 2) não sejam significativamente diferentes. O fato de se tratar de um teste bicaudal e tendo como interesse analisar se as variâncias dos lucros operacionais são estatisticamente menores que a variâncias dos fluxos de caixa operacional, utiliza-se a metade dos p-valores resultantes, em detrimento do valor integral.

Para identificar a presença de suavização de resultados pela métrica EM2, os critérios são: (i) a correlação de *Spearman* deve ser estatisticamente negativa e inferior a zero; (ii) o valor absoluto da correlação deve ser maior que r crítico, ou seja, compara-se os valores absolutos da correlação de *Spearman* das variações de *accruals* e de fluxos de caixa operacionais entre os anos de 2010 e 2018, com o valor absoluto mínimo para o coeficiente de correlação “r crítico” de *Spearman*, obtido para 33 pares de observações e um nível de significância de 0,05 unilateral.

Utilizando esses procedimentos, a determinação das práticas de suavização de resultados se torna mais robusta e permite o uso de variáveis binárias. Nos casos em que os resultados da métrica EM1 apresentarem Lucros Operacionais estatisticamente inferior ao dos Fluxos de Caixa Operacionais a companhia é classificada como suavizadora de resultados. Ao mesmo tempo, caso a correlação entre as variações dos *accruals* totais e fluxo de caixa apresentem valores estatisticamente menores que zero, se tem o indicativo de suavização de resultado pela métrica EM2.

No momento dessas classificações podem surgir casos indefinidos, por exemplo, determinada companhia apresenta um resultado de EM1 menor que 1, porém o teste F não foi significativo, neste caso, a companhia será absorvida pelo grupo sem presença de suavização. Segundo Kolozsvari e Macedo (2016) essa é uma limitação da métrica, porém trata-se de uma postura conservadora.

Por fim, as duas métricas são apuradas em conjunto criando a variável dicotômica “SUAV”, que se trata da variável de interesse da pesquisa. São consideradas companhias com presença de suavização de resultados apenas aquelas que estão classificadas em ambas as métricas como suavizadoras. Portanto, SUAV será uma variável binária com valor 1, se $EM1 < 1$ e $EM2 < 0$, caso contrário, se $EM1 \geq 1$ ou $EM2 \geq 0$, a variável SUAV assumirá valor 0.

2.3.5 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram incluídas nos modelos de regressão com intuito de buscar intervenientes das práticas de suavização de resultados. No Quadro 1 são identificadas as variáveis, formas de cálculo e as referências de tais métricas como forma de isolar a influência que outras variáveis independentes poderiam exercer sobre a variável dependente.

Quadro 1 - Definição das variáveis de controle

Variável	Notação	Forma de Cálculo	Estudos Anteriores
Dificuldade Financeira	ZALT	$3,3x_1 + 0,999x_2 + 0,6x_3 + 1,2x_4 + 1,4x_5$	(Altman, 1968; Coelho, Barros, Scherer, & Colauto, 2017; Howe & Houston, 2016; Li, Lockwood, & Miao, 2017; Rosner, 2003; Shahwan, 2015)
Grau de Alavancagem	ALAV	Passivo Total dividido pelo Patrimônio Líquido	(Barth, Landsman, & Lang, 2008; Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues, Melo, & Paulo, 2019)
Tamanho	LNAT	Logaritmo natural dos Ativos Totais	(Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Retorno sobre os Ativos	ROA	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total	(Gao & Zhang, 2015; González & García-Meca, 2014; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Market-to-Book	MTB	Valor de mercado das ações dividido valor contábil do patrimônio líquido	(Cho, Chung, & Liu, 2019; Gao & Zhang, 2015; Lento, Cotter, & Tutticci, 2016; Potin, Bortolon, & Sarlo Neto, 2016)
Idade	IDA	Anos de fundação	(Bradshaw, Drake, Myers, & Myers, 2012; Cho et al., 2019; Dickinson, 2011; A. S. d. Lima, Carvalho, Paulo, & Girão, 2015)

Nota. Em que: x_1 = EBIT ÷ Total Assets; x_2 = Net Revenue ÷ Total Assets; x_3 = Market Value of Equity ÷ Total Liabilities; x_4 = Working Capital ÷ Total Assets; x_5 = Retained Equity ÷ Total Assets

2.3.6 Procedimentos para Análise Inferencial

O parâmetro de interesse para análise da hipótese da pesquisa é o resultado do estimador da variável concentração de investidores institucionais “INST”. Por meio do parâmetro β_1 da Equação 3 se investiga a possibilidade da concentração de investidores institucionais influenciarem as práticas de suavização de resultado. Sendo assim, espera-se que $\beta_1 < 0$, pois quanto maior a concentração de investidor institucionais na estrutura de propriedade das companhias menor a chance de suavização de resultados.

A cerca das características dos dados desta pesquisa, a regressão logística multivariada com dados em painel foi considerada a técnica mais adequada para análise dos dados. A regressão logística é empregada para descrever o comportamento entre uma variável dependente binária (dicotômica) e variáveis independentes que podem ser contínua ou categórica. Tem-se, portanto que a seguinte Equação:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Chance}_{yit} = 1 / \text{Chance}_{yit} = 0) & \quad (3) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}_{it} + \beta_2 \text{LNAT}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{ALAV}_{it} + \beta_5 \text{ZALT}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} \\ & \quad + \beta_7 \text{IDA}_{it} + \text{Setor}_i + \text{Trim}_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$\ln(\text{Chance}_{yit} = 1 / \text{Chance}_{yit} = 0)$ variável *dummy* da companhia *i* período *t* que assume o valor de “1” para suavização de resultado e “0” para não suavização de resultados;

β_0 Intercepto da equação;

INST_{it} representa a concentração de investidores institucionais da companhia *i* no período *t*;

LNAT_{it} Logaritmo dos ativos totais da companhia *i* no período *t*;

ROA_{it} Retorno sobre os ativos totais da companhia *i* no período *t*;

ALAV_{it} Grau de alavancagem financeira da companhia *i* no período *t*;

ZALT_{it} Nível de dificuldade financeira da companhia *i* no período *t*;

MTB_{it} Índice Market to Book da companhia *i* no período *t*;

IDA_{it} Idade da companhia *i* no período *t*;

Setor_i variáveis *dummy* para controle setorial (2010 a 2018);

Trim_i variável *dummy* para controle de trimestre (2010 a 2018) e

ε_{it} erro do modelo proposto

2.3.7 Protocolo de análise

Os dados coletados foram submetidos ao protocolo de análise expresso no Quadro 2.

Quadro 2 - Protocolo de análise

Etapas	Objetivos	Procedimentos	Suporte teórico
1º Pré-condições	Detecção de <i>outliers</i>	Winsorização a 1% no topo e na base dos dados.	(Alwathnani, Dubofsky, & Al-Zoubi, 2017; Chiachio & Martinez, 2019; Cho et al., 2018; Gao & Zhang, 2015; Lorencini & Costa, 2012)
2º Pré-condições	Avaliação das companhias suavizadoras de resultados contábeis	Classificação das companhias suavizadoras de resultados conforme métricas EM1 e EM2 de Leuz et al. (2003)	(Kolozsvari & Macedo, 2016)
3º Estimações	Análise geral das características das companhias da amostra	Estatística Descritiva (média, mediana, desvio padrão, frequência)	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)
4º Estimações	Verificação das diferenças entre grupos.	Teste U de Mann-Whitney	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)
5º Estimações	Determinação do método de Regressão Logística	Análise dos previsores com maior importância – Estatística Omnibus.	(Fávero & Belfiore, 2017; Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011; Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2009)
6º Validação	Validação das regressões: a) Multicolinearidade b) Coeficiente de determinação; c) Desempenho da Predição. d) Teste de Painel	a) VIF (variance inflation factors) b) McFadden's R2; c) Acurácia, Sensibilidade, Especificidade, Curva ROC. d) Teste Likelihood ratio	(Akinwande, Dikko, & Samson, 2015; Baltagi, 2008; Fávero & Belfiore, 2017; Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011; Hair et al., 2009)
7º Interpretações	Análise dos coeficientes de regressão	Verificação da importância relativa de cada um dos previsores sobre a ocorrência da suavização de resultado	-

Fonte: Elaborador pelo autor.

Gujarati e Porter (2011) explicam que os modelos logísticos apresentam algumas características específicas quanto a estimação dos coeficientes, entre eles destaca-se: a não linearidade entre as variáveis independentes e dependentes, relaxamento dos pressupostos de normalidade de distribuição das variáveis e a admissão de heterocedasticidade. Isso significa, que ao invés de minimizar os desvios quadráticos, como ocorre nas regressões dos mínimos quadrados ordinários (OLS), a

regressão logística busca estimar seus parâmetros por máxima verossimilhança. Por isso, os testes baseados nos pressupostos de normalidade e heterocedasticidade foram desconsiderados, pois conforme Hair et al. (2009) o termo de erro da regressão logística segue a distribuição binomial ao invés da distribuição normal. Ainda de acordo com o autor, estas características invalidam todos os testes estatísticos baseados no pressuposto de normalidade, além disso, a variância de uma variável dicotômica não é constante, o que por sua vez, confirma os sinais de heterocedasticidade.

A especificação do tipo de painel utilizado nessa pesquisa se deteve aos modelos Logit Pooled e Logit Efeitos Aleatórios, não sendo levado em consideração o painel com Efeitos Fixos. Isto porque, o modelo de regressão logística com especificação de efeitos fixos exige que a variável dependente apresente variabilidade ao longo do tempo, algo que não ocorre nesta pesquisa, uma vez que a métrica utilizada para classificar as companhias como suavizadoras ou não suavizadora de resultados “SUAV” não se altera no decorrer de cada trimestre da amostra, ou seja, uma vez definida como suavizadora de resultados essa condição é imutável no decorrer do estudo.

Segundo Baltagi (2008), em matrizes nas quais as variáveis dependentes não variam, o modelo de efeitos fixos resultará em restrição amostral, pois o logaritmo de 1 é igual a 0. Freitas Neto e Mol (2017) explicam que quanto maior a extensão da restrição amostral a ser imposta, maior a possibilidade de imputação de viés nos estimadores. Diante dessa situação, optou-se por efetuar as estimações por meio de dados agrupados (pooled) e pelos efeitos aleatórios, uma vez que as restrições da variabilidade da variável dependente não se aplicam nessas estimações. O teste de Likelihood ratio test of rho (LR) foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra o pooled, sob a hipótese nula de que o rho é igual a zero, caso a haja sua rejeição reforça a aplicação da regressão com efeitos aleatórios.

Para análise da multicolinearidade, foram feitas regressões e aplicado o teste VIF (variance inflation factors), onde procurou-se identificar multicolinearidade entre as variáveis. Segundo Akinwande et al. (2015) a interpretação do teste VIF pode ser feita levando em consideração que valores acima de 5 evidenciam indícios de multicolinearidade. As análises empíricas do estudo foram realizadas com recurso ao software de estatística SPSS 22 e STATA 13. Sendo considerado um nível de significância máximo de 5% em todos os testes de hipóteses.

2.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADO

2.4.1 Análise descritiva

Inicialmente apresenta-se a classificação das companhias que utilizam práticas de suavização de resultados, bem como, as estatísticas descritivas das variáveis: investidores institucionais e de controle. Em seguida, busca-se comparar a concentração de propriedade dos investidores institucionais quando as companhias são classificadas como suavizadoras de resultado, tal inferência foi realizada por meio de testes não paramétrico de diferença de média. Por último, demonstra-se a relação existente entre as variáveis INST e SUAV por meio da regressão logística.

Para determinação das companhias que praticam suavização de resultados contábeis, foram calculados as métricas EM1 e EM2 de Leuz et al. (2003) conforme Equações 1 e 2. Posteriormente, seguiu-se com os critérios estabelecidos por Kolozsvari e Macedo (2016) de forma a atribuir uma variável binária “SUAV” para as companhias que apontaram a presença de suavização de resultados em cada uma das duas métricas de Leuz et al. (2003), isto é, EM1 e EM2. O detalhamento das atribuições são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 - Classificação das companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultados contábeis

	EM1		EM2		SUAV - Amostra Combinada	
	Suaviza	Não Suaviza	Suaviza	Não Suaviza	Suaviza	Não Suaviza
Crítérios	EM1 < 1	EM1 ≥ 1	EM2 < 0	EM2 ≥ 0	EM1 < 1 e EM2 < 0	EM1 ≥ 1 ou EM2 ≥ 0
Nº Companhias	67	51	110	8	64	54
Nº Observações	1361	903	2164	100	1329	935
Média	0,4792	1,0569	-0,8276	-0,1695	-	-
Mediana	0,4871	0,9427	-0,8900	-0,2500	-	-
Desvio-Padrão	0,1620	0,3090	0,1615	0,1361	-	-
Teste Mann Whitney	1023***		0,000***		-	-

Nota: **EM1** e **EM2** representa as métricas de suavização de resultados de Leuz et al. (2003) adaptado por Kolozsvari e Macedo (2016) tendo como equação: $EM1 = \sigma(LO/A_{-1})/\sigma(FCO/A_{-1})$ e $EM2 = \rho(\Delta(AT/A_{-1}), \Delta(FCO/A_{-1}))$. **SUAV** representa a variável *dummy* suavização de resultado criada com base em EM1 e EM2. ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Nota-se que mais da metade das companhias analisadas neste estudo foram classificados como suavizadoras de resultado. Ao analisar de forma individual as métricas, 67 companhias totalizando 1.361 observações suavizaram o resultado por

meio de ajustes contábeis. Isto quer dizer que pela métrica EM1 foi possível verificar que 56% da amostra utilizaram os *accruals* contábeis como forma de reduzir a variabilidade dos resultados divulgados no período de 2010 a 2018. Ao comparar a mediana dos coeficientes da métrica EM1 entre os grupos “suaviza” e “não suaviza” o teste de Mann-Whitney ($U=1023$; $p < 0,01$) mostrou que há diferenças significativas entre os grupos.

A métrica EM2 por sua vez, denota ser uma operação com maior casos de suavização de resultados quando comparados com EM1. Cento e dez companhias (93%) da amostra foram classificadas como suavizadoras de resultados e podem estar utilizando-se da discricionariedade dos procedimentos contábeis para disfarçar impactos aos fluxos de caixa operacional. Uma das explicações para a grande incidência de companhias estarem enquadradas com suavizadoras de resultado por EM2 é fato de que naturalmente existe uma correlação negativa entre os *accruals* totais e o fluxo de caixa, e por tanto, apenas uma alta correlação negativa indicaria a suavização de resultado.

A métrica EM2 denota um coeficiente de correlação -0,89 para o grupo de companhias suavizadoras de resultado, enquanto que para o grupo das companhias não suavizadoras esse coeficiente foi de apenas -0,25. Os resultados evidenciam que apesar das correlações serem naturalmente negativas há uma forte diferença estatisticamente significativa ($U = 000$; $p < 0,01$) na intensidade dessas correlações. De acordo com Leuz et al. (2003) e Lopes e Tukamoto (2007) quanto menor o valor do coeficiente dessa correlação maiores são as chances das companhias estarem manipulando os *accruals* para amortecer os choques econômicos no fluxo de caixa.

O objetivo de classificar as companhias como suavizadoras e não suavizadoras pelas métricas EM1 e EM2 foi proporcionar a criação de uma amostra de companhias que apontem o mesmo sentido para ambas as métricas. Assim, para que uma companhia seja considerada suavizadora de resultados foi necessário que ela se enquadrasse tanto na métrica EM1 quanto em EM2. O resultado contido na Tabela 1, demonstra que 64 companhias correspondente a 1.329 observações se enquadraram nessas condições e 54 companhias não apresentam características suficientes para o enquadramento no grupo de suavização de resultados contábeis.

Ao combinar EM1 e EM2 buscou-se criar uma variável mais robusta, uma vez que uma métrica complementa a outra, isto é, em ambas as situações a intenção é capturar a possibilidade dos gestores utilizarem *accruals* contábeis de forma a reduzir

a variabilidade do lucro, bem como disfarçar dos usuários da informação contábil o baixo desempenho econômico da empresa. Ademais, ao mesclar as duas métricas, Kolozsvari e Macedo (2016) apontam ser possível atenuar os efeitos menos conservadores da métrica EM2.

Na Tabela 2 evidenciam-se as características das variáveis independente e de controle.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Painel (a) Estatística Descritiva

Variáveis Independente/Controle	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
INST	0,0017	0,8522	0,3169	0,2570	0,2241
LNAT	20,4957	27,0415	22,8229	22,6864	1,3003
ROA	-0,0508	0,0626	0,0109	0,0104	0,0181
ALAV	0,0267	9,1984	1,2135	0,7560	1,4915
ZALT	-0,3112	9,3760	2,4580	1,8888	1,8505
MTB	0,1683	15,9040	2,4258	1,5661	2,5850
IDA	4,0000	99,0000	35,1201	33,00	23,0710

Painel (b) Distribuição da amostra por setores

Setores	Observações	Companhias
Serviços do Consumidor	628	32
Serviços de Utilidade Pública	353	17
Bens de Capital	295	18
Alimentação, Bebidas & Tabaco	276	13
Imobiliária	200	11
Materiais	194	10
Equipamentos & Serviços de Saúde	105	5
Serviços de Telecomunicação	79	4
Energia	71	5
Software & Serviços	63	3

Nota: INST - concentração de investidores institucionais; LNAT - Logaritmo dos ativos totais; ROA - Retorno sobre os ativos totais; ALAV - grau de alavancagem financeira; ZALT - nível de dificuldade financeira; MTB - índice market to book; IDA - idade da companhia.

O principal previsor deste estudo são os investidores institucionais, mais precisamente verificou-se a concentração de participação acionária que este grupo de investidores possui nas ações ordinárias da companhia. Na Tabela 2 identifica-se que, em média, os investidores institucionais representam aproximadamente 31,7% da estrutura de propriedade das companhias, contendo na amostra companhias com praticamente nenhuma participação de investidores institucionais, bem como outras com mais 80%. Também foi apurado que o desvio padrão da variável INST de 0,2241.

Isto quer dizer que, em média, as companhias apresentaram uma concentração de investidores institucionais na faixa de 12 a 54 pontos percentuais.

A pesquisa de Lel (2019) analisou 39.708 companhias não-financeiras em 76 países durante o período de 1999 a 2012 e constatou que a participação acionária dos investidores institucionais não é superior a 10%. Mais especificamente, Sousa (2017) realizou um estudo sobre os investidores institucionais nas Bolsas de Valores da Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Reino Unido e Suíça no período 2004-2013. Os resultados mostraram que a participação societária de investidores institucionais foi de 28% no Brasil, ficando atrás apenas do Reino Unido (59%), Estados Unidos (57%) e Holanda (36%). A pesquisa de González e García-Meca (2014) no mercado latino constata o Brasil como sendo o mercado com a maior participação investidores institucionais, chegando à marca de 23,9%, seguido pelo mercado chileno (23,8%), argentino (21%) e mexicano (20,6%). Diante disso, é possível reconhecer que a concentração de investidores institucionais apontada pela Tabela 2 se aproxima aos dados reportados por González e García-Meca (2014) e Sousa (2017), e mais uma vez, reforça a importância e representatividade que este grupo de investidores possui no mercado de capitais brasileiro.

Alguns pontos das variáveis de controle merecem atenção: a idade da fundação da empresa (IDA) é o preditor com a maior dispersão dos dados, que em média, se distancia, em até 23 anos da idade média da amostra (35 anos); o Market-to-Book médio das companhias da amostra foi 2,4258, permitindo inferir que o mercado está valorizando as companhias em relação aos seus dados contábeis. Sant'Anna, Louzada, Queiroz e Ferreira (2015) explicam que quando o coeficiente MTB é superior a 1, o mercado valoriza a companhia mais do que está registrado nos relatórios contábeis, isto também quer dizer que o mercado está reconhecendo algo que não está sendo registrado ou captado pela contabilidade.

Com relação a variável dificuldade financeira, a métrica mostrou que as companhias brasileiras estão no patamar de estado de "atenção". De maneira geral, o score de 2,81 expõe uma condição de neutralidade, isto é, as companhias não estão no melhor bem-estar financeiro, porém a probabilidade de falência nos próximos anos não é elevado. De acordo com a base de dados (Thomson Reuters), scores abaixo de 1,8 indicam probabilidade iminente de falência; scores acima de 3 indica

estabilidade e saúde financeira, e scores entre 1,8 e 3,0 é sinal de alerta ensejando investigação mais aprofundada.

O painel “b” da Tabela 2 apresenta em ordem decrescente o número de observações e quantidade de companhias dispostas entre os 11 setores da indústria classificados pela Global Industry Classification Standard (GICS). Cerca de 28% da amostra estão segregadas nos setores de Serviços do Consumidor, Serviços de Utilidade Pública (16%) e Bens de Capital (13%). Em contrapartida os setores menos vultosos são Serviços de Telecomunicação, Energia e Software e Serviços, com 4, 5 e 3 companhias, respectivamente.

O teste não paramétrico de Mann Whitney foi empregado segregando a variável “SUAV” em dois grupos: suaviza e não suaviza resultados. Os valores da concentração de investidores institucionais e das variáveis de controle foram testados a fim de determinar se há diferença estatisticamente significativa entre as medianas.

Tabela 3 - Comparativo das variáveis segregando a amostra entre companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultado

Variáveis	Suaviza	Não Suaviza	Teste Mann Whitney
INST	0,2654	0,2326	529786***
LNAT	22,3493	23,2658	449648,5***
ROA	0,0102	0,0108	618301,5
ALAV	0,8388	0,6530	500594,5***
ZALT	2,1167	1,5269	435315***
MTB	1,8248	1,2492	472916***
IDA	32,0000	34,0000	613720

Nota: INST - concentração de investidores institucionais; LNAT - Logaritmo dos ativos totais; ROA - Retorno sobre os ativos totais; ALAV - grau de alavancagem financeira; ZALT - nível de dificuldade financeira; MTB - índice market to book; IDA - idade da companhia. ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Observou-se diferenças estatisticamente significativas entre as medianas da variável INST ($U = 529786$; $p < 0,001$). Os resultados evidenciaram que 26,54% das ações ordinárias das companhias suavizadoras de resultado estão de posse dos investidores institucionais, enquanto nas companhias não suavizadoras a concentração foi de 23,26%. De forma preliminar, estes resultados evidenciam a prevalência dos investidores institucionais nas companhias que suavizam resultados, de modo que nestas companhias a participação dos investidores institucionais foi de 14% maior quando comparadas as companhias que não suavizaram seus lucros.

Apesar deste teste não pressupor uma relação de causa ou efeito, tais resultados prenunciam uma relação inesperada a hipótese de pesquisa, isto é, se acreditava que a maior concentração de investidores institucionais estaria atrelada às companhias não suavizadoras de resultado, mas os dados apontaram para uma relação contrária. O diagnóstico com base no teste não paramétrico faz acreditar que a presença de investidores institucionais é um determinante para as companhias suavizarem resultados.

Ainda com base no teste de Mann-Whitney foi possível concluir que a diferença estatisticamente significativa entre as medianas das variáveis LNAT, ALAV, ZALT e MTB. Companhias consideradas suavizadoras de resultado são menores em termos de ativo ($U = 449648,5$; $p < 0,001$), mais alavancadas ($U = 500594,5$; $p < 0,001$) e apresentam maiores chances de dificuldade financeira ($U = 435315$; $p < 0,001$) quando comparadas ao grupo de companhias classificadas como não suavizadoras. Por outro lado, no MTB, as companhias que suavizam o resultado (mediana = 1,8248) são estatisticamente mais bem avaliadas pelo mercado que as companhias não suavizadoras (mediana = 1,2492), $U = 472916$ $p < 0,001$. No que tange as variáveis ROA e IDA não há evidências suficientes para concluir que a diferença estatisticamente significativa.

2.4.2 Análise Inferencial

Para testar a hipótese do estudo foram empregadas análises multivariadas. Defende-se que as companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis. O modelo de regressão logística multivariada considerou o método hierárquico (entrada em blocos) de forma a verificar quais previsores são mais importantes para a qualidade do modelo.

No primeiro bloco de regressão empregou-se todas as variáveis descritas no Quadro 1; no segundo bloco foram adicionadas as variáveis de controle de setor e no terceiro bloco de regressão foram incluídas todas as variáveis acima citadas mais o controle de trimestres. De acordo com a estatística Omnibus [$X^2(9) = 304,99$; $p < 0,001$] o ajuste do modelo excluindo o controle dos trimestres foi o que melhor se ajustou aos dados.

Após a estimação da regressão verificou-se que as variáveis ROA, MTB e IDA não expressaram significância estatística, e por essa razão efetuou-se uma nova comparação entre modelos. O teste de Omnibus [$X^2(13) = 579,422$; $p < 0,001$] confirmou que a estimação da regressão logística excluindo as variáveis não significativas é o que apresenta um ajuste superior de qualidade.

Para fins de brevidade foram suprimidos os resultados descritivos das estatísticas anteriormente citadas, sendo apontada apenas a versão final da regressão. A primeira coluna (Modelo 1) da Tabela 4, expressa a regressão logística em pooled, enquanto a segunda coluna (Modelo 2), estima a regressão por meio de painel com efeitos aleatórios.

Tabela 4 - Resultados das regressões logísticas pooled e painel com efeitos aleatórios

Variáveis Explicativas		Modelo1	Modelo 2
INST	Coef.	0,6470***	1,0472
	Std.Err.	0,2440	5,0568
	mfX	0,1460	1,0472
	Odds Ration	1,9100	2,8498
LNAT	Coef.	-0,6600***	-1,7342**
	Std.Err.	0,0627	0,9117
	mfX	-0,1489	-1,7342
	Odds Ration	0,5170	0,1765
ALAV	Coef.	0,3340***	0,4969
	Std.Err.	0,0480	0,6042
	mfX	0,0754	0,4969
	Odds Ration	1,3960	1,6436
ZALT	Coef.	0,0945***	0,007
	Std.Err.	0,0348	0,6284
	mfX	0,0213	0,007
	Odds Ration	1,0990	1,007
CONST	Coef.	13,1400***	40,4178**
	Std.Err.	1,3930	21,2587
Tipo do Painel		Pooled	Aleatório
Controle de Setor		Sim	Sim
Controle de Trimestres		Não	Não
VIF médio		3,66	3,66
LR chi2 (16)		579,42***	-
McFadden's R2:		0,19	-
Wald chi2 (16)		-	64,34***
Ponto Médio – Efeito Marginal (mfX)		0,6559	
Sensibilidade (Cutoff 0,5)		77,88%	-
Especificidade (Cutoff 0,5)		59,47%	-
Ajuste Geral do Modelo		70,27%	-
Area under ROC curve		0,7765	-
Likelihood ratio test of rho=0			2335,74***

Nota: INST - concentração de investidores institucionais; LNAT - Logaritmo dos ativos totais; ROA - Retorno sobre os ativos totais; ALAV - grau de alavancagem financeira; ZALT - nível de dificuldade

financeira; MTB - índice market to book; IDA - idade da companhia. ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Em relação a qualidade e o poder preditivo da regressão do Modelo 1, verificou-se que a taxa de sensibilidade que corresponde a porcentagem de acerto do modelo apenas nas observações que de fato suavizaram resultado foi de 77,88%. Isto é, 1.035 acertos sobre 1.329 observações suavizadoras de resultado. Para a especificidade, o modelo previu corretamente 59,47% das observações classificadas como não suavizadoras. De modo geral, o modelo previu corretamente 1.591 observações de um total de 2264, isso correspondente a um acerto global de 70,27%. Apesar de não existir estudos similares para efetuar comparações, acredita-se que o modelo apresenta performance satisfatória.

Outro ponto observado no desempenho do modelo de regressão foi a curva ROC (Receiver Operating Characteristic) que é um instrumento usado para medir a capacidade de discriminação de um modelo. Pode-se afirmar, com referência na interpretação de Fávero e Belfiore (2017), que o modelo apresenta uma discriminação aceitável (área maior que 0,7), uma vez que o resultado da área sob a curva ROC indicou uma eficiência global 0,7765. Além disso, a regressão do modelo 1 apresenta um pseudo-R² McFadden significativo de 19% conclui-se então, que o modelo é globalmente significativo. A rejeição das hipóteses nula dos testes de LR chi² e Wald (p-valor < 0,01) dos Modelos de regressão 1 e 2 indicam respectivamente, que os parâmetros estimados não são simultaneamente iguais a zero e que a função de ligação (logit) utilizada pode ser considerada adequada. Em relação a multicolinearidade das variáveis foi utilizado o teste Variance Inflation Factor (VIF). De acordo com Akinwande et al. (2015), valores acima de 5 sustenta a possibilidade de haver problemas de multicolinearidade, devendo a variável ser retirada da análise. No entanto, a média de todos elementos foi inferior a 4 (quatro) o que descarta distúrbios relacionados a multicolinearidade.

O resultado do Modelo 1 evidenciou que a concentração de investidores institucionais foi um previsor significativo (OR = 1,91; p < 0,001). No entanto, o sinal do coeficiente se apresentou de forma positiva, o que por sua vez contraria a identidade da hipótese $\beta_1 < 0$. Seguindo os estudos de Cho et al. (2018), Hsu e Koh (2005) e Lel (2019) acreditava-se que os investidores institucionais pudessem limitar as práticas da suavização de resultados, pois defendia-se que a maior quantidade de investidores institucionais na estrutura de propriedade da companhia desestimularia

práticas oportunistas dos gestores, uma vez que, estes acionistas poderiam gastar mais tempo e recursos financeiros para monitorar as práticas de gestão, inclusive sobre os números contábeis divulgados. No entanto, os achados da pesquisa revelam que a maior concentração de investidores institucionais não é um atenuante da manipulação de resultados contábeis no mercado brasileiro.

Cabe destacar que duas formas de regressão logística foram avaliadas neste estudo, a primeira, por meio de um modelo *pooled* no qual foram destacados os principais resultados nas discussões acima. O segundo, teve por critério o modelo de regressão com dados em painel de efeitos aleatórios. Ao levar em consideração o resultado do modelo *pooled* tem-se em mente que as dimensões individuais e temporais foram desconsiderados, ou seja, a interpretação dos resultados do modelo não reflete a heterogeneidade entre as companhias. Por outro lado, a estimação do painel de efeitos aleatórios considera as características individuais de cada companhia como sendo aleatoriamente associadas às observações da amostra, algo que não é computado sobre o modelo *pooled*.

O Likelihood ratio test of rho (LR) foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra o *pooled*, sob a hipótese nula de que o rho é igual a zero, tendo sido rejeitada (p -valor < 0,000), tal resultado indica que os efeitos aleatórios se diferem significativamente do estimador *pooled*, sendo a estimação de efeitos aleatórios uma opção indicada para análise. Ao observar os coeficientes estatísticos proporcionados pela regressão logística com dados em painel, percebe-se que dentre todos previsores analisados, apenas LNAT apresentou resultado estatisticamente significativo. O sinal permanece negativo, tal como na regressão *pooled*, evidenciando que o aumento no ativo total da companhia diminui as chances de a companhia suavizar resultados contábeis.

Diante desse cenário, tem-se de um lado o teste não paramétrico de diferença de média e a estimação de um modelo de regressão que não leva em consideração os aspectos de heterogeneidade entre as unidades (*pooled*), mas que por sua vez, indicam uma relação significativa entre as variáveis INST e SUAV. E de outro lado, apresentam-se o modelo de regressão que capta os efeitos específicos das unidades cross-section (efeitos aleatórios), mas o coeficiente da variável INST não é significativo. Dessa forma, presume-se que o fator de causalidade da variável concentração de investidor institucional nas chances da companhia suavizar resultados são inconclusivos. Por isso, os resultados dessa pesquisa não sustentam

a hipótese de que companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis.

Martins et al. (2019) estudaram como é precificado os accruals nas companhias da B3 e concluíram que o mercado nacional não é sofisticado ao ponto de interpretar e precificar corretamente as implicações dos accruals correntes nos resultados futuros, sobretudo do componente discricionários. Os autores não levaram em consideração os investidores institucionais, porém percebe-se que, mesmo incluindo esse refinamento, como no caso deste estudo, ainda assim, não se nota que a figura de um investidor institucional possa limitar as práticas oportunistas de gerenciamento de resultados.

Os resultados desta pesquisa também colocam em discussão o papel do investidor institucional no fortalecimento da governança corporativa, já que este tipo de investidor poderia exercer influência como um mecanismo de governança corporativa externa sobre as ações da gestão da companhia, bem como atenuar os conflitos de agência existentes por meio do maior monitoramento (Cho et al., 2018; Elyasiani & Jia, 2010; Grando, 2019; Hsu & Koh, 2005; Lel, 2019; McCahery, Sautner, & Starks, 2016). Novamente, essa linha de pensamento parece não se aplicar no mercado brasileiro, o que por sua vez, afasta a ideia de que os investidores institucionais poderiam ser considerados uma *proxy* de governança corporativa externa.

Também se faz necessário levar em consideração a relação de como a suavização de resultado é percebida pelo mercado. É possível acreditar que os investidores institucionais não percebem a suavização de resultado como algo negativo, pelo contrário, lucros menos voláteis podem chamar mais atenção desse tipo de investidor. De acordo com Burgstahler e Dichev (1997), Dechow et al. (2012) e DeFond e Park (1997) um dos principais objetivos de suavizar resultados contábeis é transmitir ao mercado a impressão de uma companhia menos arriscada e com maior estabilidade financeira, por isso, vale admitir que a estratégia de suavizar lucros está sendo bem aceita pelos investidores, particularmente pelos investidores institucionais. Uma explicação para essa atitude se dá pela orientação do investimento, isto é, o investidor institucional pode estar preocupado com seu investimento no curto prazo (Bushee, 1998). Dessa forma, o investidor institucional estaria almejando por bons

resultados num breve período, em função disso, os gestores poderiam utilizar a suavização de resultados para atingir a expectativa deste investidor.

Seguindo a linha de raciocínio de Grandó (2019) uma possível resposta para esta divergência no resultado é o fato das companhias brasileiras apresentarem sócios majoritários ou blocos de controles com grande participação no capital total, o que por sua vez, poderia impedir que os investidores institucionais pudessem expressar ou mesmo intervir nas decisões gerenciais. Além disso, Bortolon e Leal (2014) expõem que as companhias nacionais são, em sua grande parte, familiares e com controle majoritário definido, sendo esta conjuntura mais um agravante que pode impossibilitar os investidores institucionais exercerem algum tipo de mecanismo de governança. Para Cabral (2018) o dilema dos acionistas majoritários e do controle familiar aliado ao fato do termo “ativismo” ser malvisto no mercado brasileiro, faz com que os demais investidores da companhia estabeleçam uma postura amistosa sobre a gestão do negócio. Assim, acredita-se que os investidores institucionais possam estar passando pelos mesmos conflitos, e com isso, não exercem de forma efetiva seu papel de agente atenuante dos conflitos de agência.

2.5 CONCLUSÕES

O estudo examinou a influência da concentração de investidores institucionais sobre as chances de suavização de resultados contábeis em companhias brasileiras de capital aberto. A argumentação foi de que a sofisticação financeira atribuída aos investidores institucionais constituem elementos fundamentais para atenuar as práticas oportunistas de manipulação dos resultados contábeis. A combinação da expertise de mercado, vultosas aplicações de recursos e prolongadas permanências na companhia fazem com que os investidores institucionais criem uma espécie de governança corporativa externa com vista a alinhar as atitudes e escolhas dos gestores aos interesses dos acionistas.

Os resultados evidenciaram que 54% das companhias da amostra foram classificadas como suavizadoras de resultados durante o período de 2010 a 2018 e que em média, os investidores institucionais representam aproximadamente 31,7% das ações ordinárias das companhias. A análise não paramétrica de diferença de média conferiu indícios para uma possível relação contrária a esperada no relacionamento entre as variáveis investidores institucionais e suavização de

resultados. Com base no teste U-Mann Whitney foi verificado que 26,54% das ações ordinárias das companhias suavizadoras de resultado estão em posse dos investidores institucionais, enquanto nas companhias não suavizadoras a concentração foi de 23,26%, ou seja, ao comparar a estrutura de propriedade notou-se uma maior concentração de investidores institucionais nas companhias suavizadora de resultados.

Confirmando os achados do teste não paramétrico de diferença de média, os resultados da regressão logística *pooled* indicou que a concentração de investidores institucionais foi um previsor significativo (OR = 1,91; $p < 0,001$). O sinal do coeficiente se apresentou de forma positiva, o que por sua vez contraria a hipótese de pesquisa de que companhias que apresentam maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis. No entanto, estes achados não puderam ser ratificados ao avaliar o modelo de regressão que leva em consideração a estrutura de painel com efeitos aleatórios. O coeficiente da variável concentração de investidores institucionais não foi significativo.

Apesar dos resultados sugerirem contradição na relação esperada entre suavização de resultados e investidores institucionais, isto é, um aumento na concentração dos investidores institucionais eleva as chances de companhias suavizarem resultados contábeis. Esta regularidade não pode ser comprovada na etapa de análise multivariada tornando a hipótese de pesquisa inconclusiva. A dificuldade em comprovar a relevância dos investidores institucionais como agente atenuante da manipulação de resultados contábeis torna evidente a indiferença que este grupo de investidores apresenta sobre as práticas de suavização de resultados, o que por sua vez, corrobora aos achados de (Correia et al., 2018; González & García-Meca, 2014; Holanda et al., 2013; Silva et al., 2018).

Conclui-se que, possivelmente, os investidores institucionais não exerçam mecanismos de governança corporativa, pois podem não ser eficientes o bastante para capturar as práticas de gerenciamento de resultado, principalmente quando se trata da suavização de resultados. De acordo com Dichev et al. (2013), mais da metade dos executivos entrevistados acreditam que o *income smoothing* é algo complexo de ser identificado pelo mercado. Além disso, não se pode descartar a possibilidade de investidores institucionais estarem agindo de forma passiva as decisões dos gestores. Para Elyasiani e Jia (2010) alguns investidores institucionais

trabalham de forma cooperativa com a administração com o intuito em expropriar os pequenos acionistas dispersos.

Reconhece-se que os resultados estão limitados às variáveis empregadas no estudo e às companhias que constituíram a amostra. Assim, sugere-se para pesquisas futuras explorar tais limitações, assim como aumentar o número de variáveis de controle como forma de neutralizar outras influências do ambiente nos resultados. Além disso, poderia ser investigado classificações internas de investidores institucionais, tais como: fundos de pensão, bancos e seguradoras, fundo de hedge dentre outros, na tentativa de identificar se determinadas características apresentam relação com a suavização de resultados.

REFERÊNCIAS

- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. *Open Journal of Statistics*, 5(07), 754.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Alwathnani, A. M., Dubofsky, D. A., & Al-Zoubi, H. A. (2017). Under-or-overreaction: Market responses to announcements of earnings surprises. *International Review of Financial Analysis*, 52(2017), 160-171. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.006>
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4 ed.): John Wiley & Sons.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.
- Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S., Thomas, D., & Turner, M. (1994). Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(6), 791-811. doi: doi:10.1111/j.1468-5957.1994.tb00349.x
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108.
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944-968. doi: 10.1007/s11142-012-9185-8
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 73(3), 305-333.

- Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246. doi: 10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X
- Cabral, M. (2018). O retorno à cena dos investidores minoritários ativistas. *Revista Época Negócios*. Retrieved 18 de Maio, 2020, from <http://twixar.me/4f0m>
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de Capital no Brasil. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 25-46.
- Chiachio, V. F. d. O., & Martinez, A. L. (2019). Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(2), 160-181.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2018). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*. doi: 10.1111/irfi.12219
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2019). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*, 19(3), 693-703.
- Coelho, E. G., Barros, C. M. E., Scherer, L. M., & Colauto, R. D. (2017). Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2018). Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na bm&fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1-29.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334. doi: 10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115-139. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00004-9)
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2, Supplement 1), 1-33. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal Of Banking & Finance*, 34(3), 606-620. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.018>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®* (ed Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística utilizando o SPSS* (2. ed ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Freitas Neto, R. M., & Mol, A. L. R. (2017). Determinantes dos papéis dos Conselhos de Administração de Empresas Brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 63-83.
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108-127. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.

- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Grando, T. (2019). *Blockholders e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto*. (Doutorado Tese), UNISINOS, São Leopoldo.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5 ed ed.). Porto Alegre: McGraw Hill Brasil.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6 ed.). Porto Alegre: Bookman
- Healy, P., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. doi: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Contexto*, 13(25).
- Howe, J. S., & Houston, R. (2016). Earnings management, earnings surprises, and distressed firms. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 64-87.
- Hsu, G. C. M., & Koh, P.-S. (2005). Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 809-823. doi: 10.1111/j.1467-8683.2005.00472.x
- Iñiguez, R., & Poveda, F. (2004). Long-run abnormal returns and income smoothing in the Spanish stock market. *European Accounting Review*, 13(1), 105-130. doi: 10.1080/0963818032000138224
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2015). Impacto da convergencia contabil internacional na suavizacao de resultados em empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 12(2), 1.
- Koh, P.-S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35(2), 105-128.
- Kolozsvari, A. C., & Macedo, M. A. d. S. (2016). Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(72), 306-319.
- Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *Accounting review*, 59(4), 604-618.
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(6), 895-922.
- Lento, C., Cotter, J., & Tutticci, I. (2016). Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark? *Australian Journal of Management*, 41(4), 633-655. doi: 10.1177/0312896216641600
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal Of Financial Economics*, 69(3), 505-527. doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Li, K., Lockwood, J., & Miao, H. (2017). Risk-shifting, equity risk, and the distress puzzle. *Journal of Corporate Finance*, 44, 275-288.
- Lima, A. S. d., Carvalho, E. V. A. d., Paulo, E., & Girão, L. F. d. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.

- Lima, G. A. S. F. d., Góis, A. D., Luca, M. M. M., & Sousa, E. P. (2018). Effect of institutional investor participation on price lead earnings and earnings quality: international evidence. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 103-119.
- Lima, I. S., Lima, G. A. S. F. d., & Pimentel, R. C. (2012). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais* (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1), 86-96.
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. d. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 23(58), 52-64.
- Martinez, A. L., & Salim, J. J. (2004). *Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras*. Paper presented at the Encontro ANPAD XXVIII.
- Martins, V. G., Monte, P. A., & Machado, M. A. V. (2019). Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos Accruals: evidências do Brasil. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(1), 169-186.
- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303.
- Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2016). Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 27(71), 202-2016. doi: 10.1590/1808-057x201602430
- Ribeiro, F., & Colauto, D. R. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(70), 55-66.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408. doi: 10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81
- Sant'Anna, D. P., Louzada, L. C., Queiroz, E., & Ferreira, B. P. (2015). Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 3-13.
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 15(5), 641-662. doi: doi:10.1108/CG-11-2014-0140
- Shiller, R. J., & Pound, J. (1989). Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(1), 47-66. doi: https://doi.org/10.1016/0167-2681(89)90076-0
- Silva, J. P. d., Gonçalves, R. D. S., Bonfim, M. P., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na B3. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 48-76.

Sousa, E. P. d. (2017). *Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals*. Paper presented at the XVII International Conference in Accounting, São Paulo/SP.

Thomson Reuters. (2020). Datastream.

Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 127-139.

3 O EFEITO MODERADOR DA CONCENTRAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS NA RELAÇÃO SURPRESA NOS LUCROS E RETORNOS ANORMAIS

RESUMO: O estudo examina o efeito moderador da concentração de investidores institucionais na relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto. Foram investigadas 118 companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018, totalizando 2.264 observações. Com base no banco de dados Thomson Reuters®, o investidor foi considerado institucional quando atua com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). A surpresa nos lucros foi computada pela diferença entre o lucro divulgado pela companhia e o estimado pelo consenso dos analistas enquanto os retornos anormais foram calculados pelo método de Estudo de Eventos. Para alcance do objetivo foram avaliadas as correlações bivariadas entre as variáveis da pesquisa, bem como testes não paramétricos de diferença de média e regressão multivariada com estrutura de painel. Os resultados confirmaram anomalia de mercado provocada pela surpresa nos lucros, de forma que a surpresa positiva de lucro é capaz de gerar retornos anormais positivos após a divulgação dos resultados. O efeito moderador dos investidores institucionais sobre a relação surpresa-retorno foi inconclusiva, pois não foram encontradas evidências estatísticas de que a concentração dos investidores institucionais possa alterar a direção ou a força que a surpresa positiva dos lucros causa nos retornos anormais.

Palavras-chave: Investidores institucionais. Surpresas nos Lucros. Retornos Anormais.

3.1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais nacional e internacional é sensível as surpresas nos lucros (Bernard & Thomas, 1989; Foster et al., 1984; Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006; Pimentel, 2015; Skinner & Sloan, 2002), mas, pouco se sabe se o tipo de investidor que compõe a estrutura de propriedade da companhia interfere na percepção do mercado. Desconfia-se que os investidores institucionais apresentam força suficiente para moderar a relação surpresa-retorno. Martinez (2006) e Galdi e Lima (2016) inferiram que o mercado brasileiro tem pago um prêmio para as empresas que conseguem atingir, com alusiva precisão as estimativas dos analistas sobre os lucros futuros. Porém, acredita-se que os investidores institucionais, por serem considerados participantes sofisticados do mercado de capitais, tendem a fazer projeções de melhor qualidade a partir do lucro divulgado pelas companhias e, conseqüentemente, não se surpreendem de forma a causar reação exagerada no retorno das ações.

Com base nos preceitos da Hipótese do Mercado Eficiente (HME), o lucro é considerado um elemento da contabilidade dotado de conteúdo informacional. Isso porque, no momento de sua divulgação, o resultado líquido do exercício é frequentemente utilizado como uma medida de performance da companhia por ter capacidade de alterar significativamente as expectativas dos investidores acerca dos fluxos de caixa futuros. Contudo, o lucro/prejuízo é caracterizado como uma informação de conteúdo se for capaz de trazer alguma mudança na avaliação do investidor em relação a probabilidade de retornos futuros, isto é, apresenta elementos suficientes para uma mudança no valor de equilíbrio do preço das ações da companhia (Beaver, 1968).

Assim, o lucro por si só pode não seria capaz de provocar mudanças na perspectiva do investidor, pois sob a lógica de um mercado eficiente não existe chances para retornos anormais decorrentes de informações públicas, uma vez que os preços já refletiram todas as informações disponíveis, ou seja, anúncios de lucro/prejuízo não deveria ter impacto sobre os preços, exceto se o anúncio surgisse de forma diferente das expectativas previstas pelo mercado. Martinez (2006) infere que uma *proxy* muito comum para a expectativa do mercado é a previsão dos analistas, sendo que resultados reais acima do previsto pelos analistas são considerados como surpresas positivas. Por outro lado, quando as companhias não alcançam as previsões dos analistas, essas passam a ser denominadas surpresas negativas, que por sua vez, refletem de imediato no valor das ações. É como se o mercado punisse as companhias que não perfizeram as expectativas relatadas pelos analistas.

No Brasil, Martinez (2006) demonstrou que o mercado reage significativamente as surpresas nos resultados. Para surpresas negativas, o mercado responde antecipadamente com retornos anormais negativos nos períodos que antecedem o anúncio. Para as surpresas positivas, os retornos anormais positivos iniciam após o anúncio dos resultados. Galdi e Lima (2016) analisaram o impacto das surpresas de lucros no desempenho de portfólios de ações selecionadas com base em informações contábeis utilizando dados trimestrais de empresas listadas na B3 no período de 2001 a 2011. O estudo utilizou à anomalia de mercado *post-earnings announcement drift (PEAD)* para compreender um padrão de longo prazo nos retornos das ações após surpresas positivas/negativas nos lucros anunciados. Os resultados revelaram que surpresa positiva nos lucros elevam os retornos para um e dois

trimestres à frente. Os autores sugerem que uma estratégia de negócio por parte dos investidores que levam em consideração os critérios fundamentalistas extraídos das demonstrações contábeis e de surpresas nos lucros podem ampliar os retornos futuros e garantir retornos acima do esperado.

Mesmo assim, restam dúvidas se o tipo de investidor na composição da estrutura de propriedade da companhia interfere na percepção do mercado sobre a surpresa nos lucros. Para Graham et al. (2005), os gestores acreditam que são os investidores institucionais que direcionam o preço das ações no longo prazo e que a opinião dos analistas define as ações no curto prazo, enquanto que os investidores individuais pouco tendem a determinar o preço das ações. Investidores ingênuos (*noise traders*) são os investidores individuais que não dispõem de grandes fontes de recursos para avaliação da companhia, e que por vezes, baseiam-se apenas na performance histórica da companhia, o que leva a uma noção limitada do valor justo dos ativos investidos e podem acabar sendo ludibriados por gestores oportunistas. Já os investidores institucionais, aqui considerados sofisticados, são munidos de recursos mais acurados e apresentam profissionais formados nas melhores escolas de negócios, bem como uma gama de experiência no mercado de capitais, por isso, o resultado divulgado pelas companhias passa por uma análise mais técnica permitindo identificar desvios sistemáticos na apuração do lucro (Hand, 1990).

Cabe ressaltar que os gestores podem se aproveitar da ineficiência de certos investidores para atingir a expectativa do lucro estimada pelos analistas por meio do gerenciamento de resultados. De acordo com Graham et al. (2005) os CFO's (Chief Financial Officer) se preocupam com investidores individuais, pois podem ser vistos como clientes em potencial para os produtos da empresa e futuros investidores. Assim, os gestores farão o possível para atingir as metas de lucro dos analistas, pois existe um receio de que a perda de metas de lucros ou lucros irregulares possa afetar a confiança dos investidores nos produtos e na estabilidade financeira da empresa. No entanto, é possível acreditar que o investidor sofisticado seja menos sensível a surpresa nos lucros devido sua eficiência em analisar os dados divulgados pela companhia. Jiang, Lee e Anandarajan (2008) explicam que as companhias com altas concentrações de propriedade institucional limitam o comportamento oportunista dos gerentes, pois exercem uma espécie de governança corporativa externa que desencoraja a companhia utilizar práticas de manipulação do lucro contábil. Além disso, Boehmer e Kelley (2009) estudaram as ações ordinárias "*intraday*" durante vinte

e dois anos da bolsa americana NYSE e concluíram que as ações com maior propriedade institucional são precificadas de forma mais eficiente. Os resultados apontaram que o papel dos acionistas institucionais parece atenuar as anomalias no preço das ações e do retorno, além de acelerar o ajuste de preços a novas informações.

Face ao cenário apresentado anteriormente e considerando a necessidade de um aprofundamento da discussão sobre o impacto que os investidores institucionais podem causar no mercado de ações brasileiro, esta pesquisa tem como propósito responder a seguinte questão: **qual o efeito moderador da concentração do investidor institucional na relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto?**

Apesar das pesquisas internacionais estudarem a relação lucro-retorno a mais de quarenta anos, no Brasil os estudos são recentes (Bernardo, 2001; Lopes, 2001; Mellone Jr, 1999; Sarlo Neto, Teixeira, Loss, & Lopes, 2005). Por isso, no campo teórico, ainda se faz necessário consolidar essa temática para compreender melhor a reação dos investidores perante a relação dos anúncios dos números contábeis sobre o mercado de capitais. Ademais, não se tem estudo específicos que verifiquem o impacto dos investidores institucionais sobre os retornos anormais diante das surpresas nos lucros. Por isso, a pesquisa torna-se relevante para avançar com as discussões sobre a importância destes investidores em mercados emergentes.

Conforme apurado por Pimentel (2015) faz-se necessário levar em consideração que o Brasil possui altos índices de ações em posse de poucas companhias, baixa liquidez das ações em grande parte das companhias e elevada volatilidade das ações por conta dos movimentos especulativos, bem como forte concentração de investimento na posse de um único acionista majoritário. Tais características interferem na eficiência do mercado de capitais brasileiro e apresenta resultados diferenciados em comparação ao cenário internacional.

3.2 FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA E HIPÓTESE

3.2.1 Fundamentação Empírica

Ball e Brown (1968), precursores na análise de conteúdo informacional do lucro sobre o mercado de capitais, estudaram 261 companhias americanas entre os

anos de 1957 e 1965 e descobriram que após o anúncio do resultado os preços das ações continuavam a se movimentar na mesma direção do resultado, isto é, numa carteira de empresas com lucros “boas notícias”, os preços das ações subiram 7,3% nos 12 meses anteriores a divulgação do lucro e continuaram a crescer 2,4% nos três meses subsequentes ao anúncio. Enquanto para carteira de empresas com reduções de lucros ano a ano “más notícias”, os preços das ações caíram 9,5% nos 12 meses anteriores à queda dos lucros e continuaram a cair 4,3% ao ano nos três meses seguintes a divulgação do resultado. Dessa forma, o questionamento que se faz sobre esses resultados, é, portanto, o que direcionaria o mercado a reagir de forma anormal diante da divulgação dos resultados.

Segundo a HME, as variações dos lucros contábeis só apresentaram conteúdo informacional na medida em que puderem sinalizaram a ocorrência de fluxos de caixa não-esperados. Por isso, para que o mercado reaja de forma significativa aos lucros reportados é preciso de um fator inesperado. Beaver, Clarke e Wright (1979) em uma pesquisa pioneira nos Estados Unidos evidenciaram que quanto maior a surpresa nos lucros, maior a resposta do mercado. Isso porque os investidores no momento da divulgação de um lucro precisarão ajustar sua expectativa futura sobre o desempenho da companhia, uma vez que o mercado não estava esperando este resultado. A ideia é de que o lucro inesperado interfira na geração dos recursos futuros da companhia, e por isso, chamará a atenção dos investidores. Para Alwathnani et al. (2017) caso os investidores no momento de projetar as perspectivas futuras das companhias atribuam um peso maior ao lucro contábil inesperado, as ações destas companhias apresentaram uma forte resposta, isto é, haverá um retorno exagerado das ações

O foco deste artigo recai sobre a HME em sua forma semiforte, por verificar empiricamente se os preços das ações respondem instantaneamente e imparcialmente à chegada de informações públicas. Pesquisas anteriores como de Ball e Brown (1968); Belo e Brasil (2006); Chudek, Truong e Veeraraghavan (2011); Foster et al. (1984) e Sarlo Neto et al. (2005) denotam um atraso consistente nas respostas dos preços das ações às informações sobre os lucros, o que contrapõe a hipótese semiforte. Para Brown (1997) a prova da violação da HME em sua forma semiforte ocorreu por meio das pesquisas de Latané e Jones (1977); Jones et al. (1984) e Jones et al. (1985) que estudaram o efeito do lucro inesperado no preço das ações. O conceito de Lucro Inesperado Padronizado (SUE) desenvolvido pela Latané

e Jones (1977) baseia-se no princípio de que as surpresas nos lucros são compreendidas como informações que podem justificar a revisão das crenças por parte dos investidores acerca da probabilidade de ganhos futuros. A lógica é que informações sobre a surpresa nos lucros e a revisão de crenças de probabilidade que o acompanham têm impacto mensurável nos preços das ações em algum momento após o anúncio de lucros.

3.2.2 Hipótese de Pesquisa

No Brasil, Pimentel (2015) estudou os lucros inesperados, retorno das ações e risco em 212 empresas listadas na bolsa de valores brasileira durante o período de 1995 a 2013. Os resultados evidenciaram uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre as *proxies* para lucros inesperados e retorno (anormal) inesperado. Também foi constatado que grandes firmas apresentaram, em média, menores lucros inesperados extremos, tornando seus lucros menos voláteis do que as firmas de pequeno porte. Além disso, firmas com maiores magnitudes de lucros inesperados apresentaram menor persistência dos lucros. As regressões mostraram relação significativa entre o efeito não linear nos lucros inesperados e o retorno das ações. Sugere-se que os agentes do mercado não reagem do mesmo modo a diferentes magnitudes de lucros inesperados, uma vez que, o mercado tende a reagir menos aos altos lucros inesperados. Os autores concluíram que o mercado entende essa situação por meio dos componentes transitórios dos lucros, sendo que há uma forte associação entre o período de pré-IFRS e maiores magnitudes de lucros inesperados.

Vaz (2016) investigou como o excesso de retorno das ações brasileiras se comporta logo após a divulgação dos resultados. Utilizando 3.340 dias de negociação durante 2003-2015 constatou-se que o mercado nacional apresentou falhas ao incorporar as informações divulgadas em sua totalidade, o que gera anomalias que são convertidas em excesso de retorno acumulado. Investidores brasileiros atrasam ao reagir a novas informações anunciadas, e esse atraso por sua vez, provoca demora na precificação do título abrindo possibilidade da ocorrência de excesso de retorno no mercado acionário.

Paulo, Sarlo Neto e Santos (2013) averiguaram que o lucro no mercado brasileiro possui conteúdo informacional, porém o mercado reagiu de forma

assimétrica, isto porque apenas as divulgações que apresentaram variações negativas do lucro contábil se mostraram significativas. Neste caso, a interpretação foi de que o investidor brasileiro tende ser mais conservador ou pessimista. Concluíram que as más notícias, como as variações negativas, são refletidas mais rapidamente pelo mercado. Nessa situação o conteúdo informacional expressa mais tempestivamente as notícias gerando maior contemporaneidade com as variações dos preços. Além disso, investidores brasileiros têm estilo conservador ou pessimista, e por isso, reagem de forma atrasada na precificação de eventos negativos.

Alwathnani et al. (2017) observaram a reação dos investidores ao anúncio de surpresa de lucros trimestral no período de 1975 a 2012. A partir de dados do Compustat segregaram os resultados em quintis, sendo considerada um lucro exagerado aqueles pertencentes ao primeiro e ao último quintil; a análise foi dividida em divulgação da surpresa exagerada (Q_t) e trimestre subsequente (Q_{t+1}). Os resultados apontaram forte reação no preço das ações que apresentaram lucros extremos no trimestre inicial (Q_t), sendo que essa pujança indicou que o investidor considerava relevante as notícias de lucros como indicador do desempenho futuro dos lucros. Quando a empresa relatava surpresa no trimestre subsequente (Q_{t+1}), a reação do mercado à confirmação de notícias do lucro foi menor em comparação ao trimestre inicial (Q_t). Assim, inferiram que os investidores estão inclinados a supervalorizar eventos extremos e surpreendentes, o que remete a considerar um mercado não eficiente em sua forma semiforte, uma vez que os investidores reagem de forma exagerada e provoca retornos anormais durante os dias que circundam o anúncio do lucro.

Sabe-se que essa anomalia do mercado provocada pela surpresa nos lucros é um fenômeno que vem sendo estudado a décadas. Ball e Brown (1968) constataram que “boas e más” notícias sobre o lucro geram retornos anormais, e a partir desses resultados, pesquisas subsequentes começaram a indagar os motivos que levam as surpresas nos lucros a criar efeito no mercado de capitais. Para Alwathnani et al. (2017), um dos motivos é o viés do conservadorismo, pois os investidores atualizam suas crenças lentamente, mesmo quando confrontados a novas informações relevantes. Chudek et al. (2011) complementaram o raciocínio ao mencionar existência de deficiências metodológicas das pesquisas que examinaram tais retornos anormais. Os modelos utilizados para mensuração do excesso de retorno poderia estar incompleto

e possuir falhas na estimação de seus parâmetros, não permitindo a correta precificação ajustada ao risco.

No entanto, um elemento exógeno pouco investigado e que pode fazer diferença na forma como a informação pública é processada é a participação de investidores sofisticados no quadro societário das companhias. A inclusão dos investidores sofisticados na discussão sobre retornos anormais provenientes de surpresas de lucro, pode realmente não ser confirmado se existir no quadro societário da companhia níveis acentuados de participação institucional. Pesquisas anteriores evidenciaram que o mercado reage e recompensa de forma positiva as companhias que atendem ou superam as previsões dos analistas. Mas, é possível acreditar que nem todos os investidores confiam que os resultados divulgados estão isentos de uma mensuração tendenciosa com o propósito de criar surpresas positiva.

Bartov, Givoly e Hayn (2002) explicam que apesar do prêmio pago pelos investidores diante de surpresas positivas de lucros seja justificado por razões econômicas, as companhias tendem a apresentar desempenho futuro melhor. Sugerem que este prêmio pode existir porque os investidores são forçados a acreditar que a empresa está em boas condições, quando na verdade trata-se apenas de técnicas de gerenciamento de resultado contábeis sendo empregadas para o alcance das previsões de lucro. Além do mais, acredita-se que a surpresa nos lucros será menos impactante para as companhias que apresentam maiores concentrações de investidores institucionais.

Segundo Hirshleifer, Hou e Teoh (2012) uma das premissas sobre as anomalias dos *accruals* (retardo na revisão dos preços das ações diante da informação sobre a magnitude dos *accruals* incluídos no lucro) é de que o mercado pode ser afetado pela baixa sofisticação financeira. Ou seja, os investidores são limitados na interpretação e precificação correta das informações contábeis. Martins et al. (2019) explicam que os investidores podem não ser qualificados o suficiente, ou ainda não se preocupar com a influência dos procedimentos utilizados pelos gestores para apuração do lucro e seus efeitos no processo de determinação dos fluxos de caixa futuro, o que por sua vez, poderia provocar uma má precificação dessas informações (*mispricing*). No entanto, acredita-se que a má precificação dos ativos, bem como, a melhora na interpretação dos procedimentos contábeis seria atenuada na presença de investidores institucionais.

O fato de investidores institucionais serem considerados uma classe sofisticada, permite criar mecanismos privilegiados para analisar com maior profundidade e eficiência os demonstrativos contábeis publicados, o que por sua vez, contribui para diminuir anomalias do mercado provocadas pelas surpresas nos lucros. Green, Hand e Soliman (2011) constataram que a presença dos investidores institucionais no mercado americano reduziu as anomalias dos *accruals*. Assim, espera-se que o mesmo efeito ocorra diante da surpresa nos lucros.

No entanto, pouco se sabe sobre o poder exercido dos investidores institucionais sobre as anomalias provocadas pela surpresa nos lucros. O trabalho de Sen (2009) no mercado indiano verificou que poucas são as evidências de investidores institucionais transitórios na precificação de surpresas nos lucros, mas concluiu que, embora os lucros inesperados sejam mal avaliados pelo mercado, o nível de propriedade dos investidores transitórios não atenua esse efeito.

Nesse sentido, a hipótese teórica deste estudo assume que grande parte da informação contida no lucro já está precificada antes mesmo de sua divulgação (Ball & Brown, 1968), sendo a surpresa nos lucros responsável pelo fornecimento de novas informações ao mercado e pelo direcionamento no preço das ações. Por isso, se o valor das ações retratar as expectativas de resultados futuros antes dos seus anúncios, é razoável relacioná-la a mudança de valores (retornos) com os lucros não esperados (nova informação) e não com os lucros divulgados (Lev, 1989). Apesar disso, um elemento que não pode ser desprezado nesta ceara é a concentração de investidores sofisticados presente entre os acionistas da companhia. Para Liu (2018), evidências empíricas apoiam a ideia de que investidores individuais geram padrões de retorno anormais antes dos anúncios de lucros, enquanto os investidores institucionais são mais propensos a detectar informações relacionadas a qualidade do lucro. Portanto, a hipótese do estudo prevê que: **a concentração de investidores institucionais modera negativamente a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais.**

3.3 METODOLOGIA

O estudo empírico-analítico voltado a investigar o efeito moderador da concentração de investidores institucionais na relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais utiliza como população alvo as companhias de capital aberto,

exceto as do setor financeiro, que apresentaram ações negociadas na B3 Brasil, Bolsa, Balcão entre os trimestres de 2010 a 2018. Para definição do período do estudo levou-se em consideração à adoção das IFRS (*International Financial Reporting Standards*) que para as companhias brasileiras ocorreu em 2010. Além disso, o emprego de períodos anteriores a 2010 poderia causar danos de difícil controle na apuração do lucro contábil, tendo em vista as mudanças normativas com a convergência das IFRS (Martins et al., 2019).

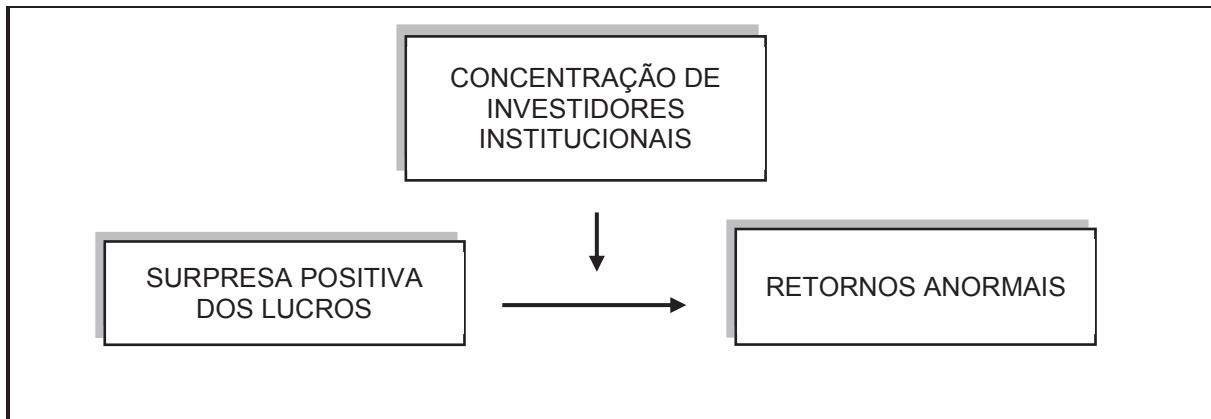
As companhias financeiras não fazem parte da população, pois a contabilização das contas de resultado possui regulação contábil específica, o que por sua vez, pode afetar os dados contábeis e influenciar a análise dos resultados. A composição da amostra parte da perspectiva de um painel com dados trimestrais desbalanceado. O fato das companhias brasileiras serem obrigadas a divulgar seus demonstrativos contábeis de forma trimestral (Instrução CVM nº 202/93) possibilita que os gestores possam usar seu poder de discricionariedade sobre os números contábeis de forma mais recorrente, por outro lado, o mercado tem a possibilidade de acompanhar com maior detalhe e frequência a situação econômico-financeira das companhias.

O período do estudo perfaz 33 trimestres, visto que a coleta de dados foi realizada em janeiro 2019 e nesta época não havia sido disponibilizado o resultado do último trimestre de 2018, além disso, para algumas variáveis fez necessário o cálculo do desvio-padrão, bem como a defasagem do período anterior, por isso, o período da base de dados inicia-se no segundo trimestre de 2010 e encerra-se no terceiro trimestre de 2018. Os dados financeiros e da estrutura de propriedade que compõem as variáveis da pesquisa foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters®. No entanto, não foi possível localizar informações completas para cada companhia ao longo de todos os trimestres, por isso, constitui-se um estudo de painel desbalanceado. O recorte populacional para definição da amostra de pesquisa partiu de um universo com 312 companhias não financeira listadas na B3, posteriormente foram excluídas as companhias que não apresentaram dados completos para o cálculo das variáveis, o que por sua vez, resultou em uma amostra final de 118 companhias e 2264 observações.

3.3.1 Estrutura de validade preditiva

Na Figura 2 apresenta-se o desenho da pesquisa utilizado para o desenvolvimento do teste de hipótese.

Figura 2 - Desenho da pesquisa



FONTE: elaborado pelo autor.

A construção da lógica de relacionamento prevê a influência da surpresa positiva nos lucros (variável independente) apresentam sobre os retornos anormais (variável dependente), sendo moderadora pela concentração dos investidores institucionais.

A surpresa nos lucros foi computada pela diferença entre o Lucro por ação real (divulgado pela companhia) e o Lucro por ação previsto (último consenso dos analistas à data de divulgação dos lucros). A partir dos resultados é possível classificar as surpresas em positivas e negativas. Surpresa positiva ocorre quando o resultado apresentar valor positivo, isto é, quando o resultado contábil da companhia for superior ao esperado pelos analistas. Por outro lado, quando o resultado do trimestre for menor que esperado pelos analistas, a surpresa é negativa. Para efeito de análise, criou-se a variável dicotômica SURP_D, na qual as companhias que no trimestre apresentaram surpresa positiva serão classificadas com 1, se negativas, com 0.

Em relação a variável moderadora, um investidor é considerado institucional quando se tratar de um acionista que atua com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). Na plataforma Thomson Reuters® essa classificação é denominada "Investment Managers", trata-se de investidores institucionais (*buy side*) que estão na ponta compradora, tendo poder discricionário sob os ativos em gestão tanto nas decisões de compra como venda. Neste grupo de investidores estão: *Bank and Trust; Foundation; Hedge Fund; Investment Advisor; Insurance Company;*

Pension Fund; Private Equity; Venture Capital; Investment Advisor/Hedge Fund e Sovereign Wealth Fund.

A base Thomson Reuters® dispõe de uma série histórica trimestral da quantidade de ações ordinárias por investidor e não apenas dos principais acionistas como é comumente relatado nos formulários de referências divulgados na CVM. Esses dados se tornam muito mais completos, pois além das informações publicadas pela companhia referente a composição de sua estrutura de propriedade, a base compila dados divulgados pelos próprios investidores.

Assim, é possível determinar em cada companhia a concentração de propriedade de cada investidor, bem como sua identidade. A representação da concentração dos investidores institucionais é feita por meio da variável “INST” que corresponde a razão da participação de ações ordinárias que os investidores institucionais detêm sobre as ações ordinárias da companhia. Trata-se de uma variável com valor de 0 a 1; sendo 0 a inexistência de participação desse tipo de investidor na companhia e 1, quando a totalidade de ações ordinárias estão em posse destes investidores.

Uma variável possui efeito moderador, se a relação entre duas ou mais variáveis, X e Y, apresentar variação em função dos níveis da moderação (Vieira, 2009; Whisman & McClelland, 2005). Dessa forma, existe moderação, quando a nova variável oriunda da multiplicação entre a variável independente (SURP_D) e da variável moderadora (INST) for significativa na equação da regressão.

Quanto a variável dependente, utiliza-se o retorno anormal para capturar a reação do mercado frente às surpresas nos lucros, sendo o método de “estudo de eventos” a ferramenta utilizada para verificar o impacto dos anúncios do lucro sobre a valoração de ações. Para operacionalização deste método seguiu-se algumas indicações propostas por (Barros, Lopes, & de Almeida, 2019; Champbell, Lo, & MacKinlay, 1997; G. A. S. F. d. Lima, Yamamoto, Lima, & Malacrida, 2008; Martinez, 2006; Paulo et al., 2013; Schimmer, Levchenko, & Müller, 2015), sendo o cálculo do retorno anormal realizado pelo Aplicativo *Eventstudytools*, o qual se refere um WEB APIs que fundamenta-se em um processo de automatização da extração das informações divulgadas ao mercado e na combinação de dados.

Para definição do Evento e Seleção dos Ativos, o ponto de partida foi a divulgação dos lucros/prejuízos em cada trimestre. Assim, a data que cada companhia divulgou seu demonstrativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) se denominou

de “Data Zero”. Cabe ressaltar que a data zero não é a mesma para todas as companhias, pois existe um prazo de até 45 dias após o encerramento do trimestre para as companhias divulgarem seus relatórios (Instrução CVM nº 480/09).

A Janela de Eventos se iniciou 3 dias antes da divulgação do lucro/prejuízo e se prolongou por mais 3 dias. Embora MacKinlay (1997) comente que há um componente subjetivo na definição do número de dias da Janela de Eventos, Benninga e Czaczkes (2008) argumentam que a parte significativa dos estudos recentes consideram Janelas de 3, 5 e 10 dias ao redor da data zero.

Os exames dos retornos diários observados, retornos diários esperados e retornos diários anormais ocorreram a partir das cotações de preços diários. Deve-se observar que os preços utilizados para determinação do retorno observado foi o preço de fechamento do dia ajustado a desdobramentos (*Splits*) e grupamentos (*Inplits*) e ao pagamento de dividendos. Cabe ressaltar que o critério para seleção das companhias a serem analisadas teve como base a disponibilidade de dados, sendo utilizadas apenas as séries de preços das ações ordinárias (ON).

Para determinar os retornos diários, primeiramente se estabelece a Janela de estimação. De acordo com Benninga e Czaczkes (2008), a Janela de Estimação é uma série temporal utilizada para calcular o comportamento “normal” dos retornos diários dos preços das ações da empresa em análise. A nomenclatura “normal” se dá pelo fato de seu valor ser construído durante período em que o evento em estudo ainda não ocorreu, isto é, antes da data zero. Nesse trabalho, a Janela de Estimação compreendeu 493 observações, sendo o início dessa janela na 504ª observação anterior à data zero e a última observação da janela de estimação na 11ª observação anterior à data zero. O cálculo da janela de estimação foi construído tendo como base a determinação dos retornos diários observados, quais sejam: (i) retorno diário das ações (R_i) na forma de capitalização contínua; e (ii) retorno diário do mercado representado pelo Ibovespa (R_{mt}) também em capitalização contínua, determinados conforme a seguir:

$$R_i = \ln(P_t/P_{t-1}) \quad (4)$$

$$R_{mt} = \ln(C_t/C_{t-1}) \quad (5)$$

Em que,

P_t é o preço da ação no momento t ;

P_{t-1} é o preço da ação no momento $t-1$;

C_t é a cotação da Carteira de Mercado no momento t (Ibovespa);
 C_{t-1} é a cotação da Carteira de Mercado no momento $t-1$ (Ibovespa);
 \ln representa a forma logarítmica utilizada para determinação dos retornos diários.

A estimação ocorreu por meio da aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma de uma regressão linear simples comumente denominada de Modelo de Mercado, a qual tem a seguinte configuração:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i \quad (6)$$

Os parâmetros α e β são usados para a determinação dos retornos diários esperados e retornos diários anormais. Dessa forma, os retornos diários esperados são os retornos que seriam produzidos pelo ativo em questão a partir dos parâmetros α e β estimados e a partir dos retornos diários de mercado observados dentro da Janela de Eventos. Os retornos esperados são operacionalizados conforme a seguir:

$$E(R_i | R_m) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (7)$$

Os retornos diários anormais representam a diferença entre os retornos diários observados dados por R_i e os retornos diários esperados determinados por $E(R_i | R_m)$. Assim, operacionalizaram-se os retornos diários anormais (AR_i) conforme equação abaixo. Portanto, o retorno diário anormal (AR_i) representa um excedente positivo ou negativo.

$$AR_i = \ln(P_i/P_{t-1}) - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (8)$$

Em relação aos procedimentos de estimação do retorno diário anormal e retorno anormal acumulado utilizaram-se os seguintes procedimentos: O retorno diário anormal foi determinado pela diferença entre o retorno diário observado e o retorno diário esperado (Equação 9). Já os retornos anormais acumulados são representados pela soma dos retornos anormais diários em períodos contínuos contidos na Janela de Eventos (Equação 10).

$$AR_i = R_i - E(R_i | R_m) \quad (9)$$

$$CAR_{i(t1, t2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i \quad (10)$$

O $CAR_i(t_1, t_2)$ representa o retorno anormal acumulado do ativo em análise levando em consideração a extensão de dias a partir do primeiro (t_1) até o último dia (t_2) analisado. Por fim, os valores da estimação de AR_i e $CAR_i(t_1, t_2)$ é o que determina a variável dependente desta pesquisa, pois será com base nos retornos anormais que se verificará como o mercado reage à surpresa nos lucros.

Vale ressaltar, que dentre as inúmeras composições de retornos anormais acumulado existentes ao redor do evento foi escolhido para fins de operacionalização da pesquisa, quatro métricas: i) $AR[0]$ corresponde ao retorno anormal no dia da divulgação do lucro; ii) $CAR[0;+3]$ corresponde ao retorno anormal acumulado após a divulgação do lucro; iii) $CAR[-3;+3]$ corresponde ao retorno anormal acumulado dos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como os três dias posteriores; vi) $CAR[-3;-1]$ corresponde aos retornos anormais acumulados dos três dias que antecedem a divulgação do lucro.

3.3.2 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram incluídas nos modelos de regressão com intuito de buscar intervenientes do retorno anormal. No Quadro 3 são identificadas as variáveis, formas de cálculo e as referências de tais métricas como forma de isolar a influência que outras variáveis independentes poderiam exercer sobre a variável dependente.

Quadro 3 - Definição das variáveis de controle

Variável	Notação	Forma de Cálculo	Referências
Dificuldade Financeira	ZALT	$3,3x_1 + 0,999x_2 + 0,6x_3 + 1,2x_4 + 1,4x_5$	(Altman, 1968; Coelho et al., 2017; Howe & Houston, 2016; Li et al., 2017; Rosner, 2003; Shahwan, 2015)
Grau de Alavancagem	ALAV	Passivo Total dividido pelo Patrimônio Líquido	(Barth et al., 2008; Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Tamanho	LNAT	Logaritmo natural dos Ativos Totais	(Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Retorno sobre os Ativos	ROA	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total	(Gao & Zhang, 2015; González & García-Meca, 2014; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Market-to-Book	MTB	Valor de mercado das ações dividido valor contábil do patrimônio líquido	(Cho et al., 2019; Gao & Zhang, 2015; Lento et al., 2016; Potin et al., 2016)
Idade	IDA	Anos de fundação	(Bradshaw et al., 2012; Cho et al., 2019; Dickinson, 2011; A. S. d. Lima et al., 2015)

Nota. x_1 = EBIT ÷ Total Assets; x_2 = Net Revenue ÷ Total Assets; x_3 = Market Value of Equity ÷ Total Liabilities; x_4 = Working Capital ÷ Total Assets; x_5 = Retained Equity ÷ Total Assets

3.3.3 Procedimentos para Análise Inferencial

A hipótese de pesquisa anunciada é de que a concentração de investidores institucionais modera negativamente a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais. Para possibilitar esta análise empregou-se inicialmente a divisão da variável INST em alta e baixa com base em sua mediana. Dessa forma, a variável INST passou a ser considerada uma variável *dummy* sendo o valor de 1 para alta e 0 para baixa concentração de investidores institucionais. Essa ação foi tomada, pois de acordo com Vieira (2009) quando no estudo houver uma variável independente dicotômica e uma variável moderadora contínua é sugerido dicotomizar a moderadora. A Equação 11, se refere ao modelo de regressão com estrutura em painel:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SURP_D_{it} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 SURP_D_{it} * INST_{it} + \beta_4 ZALT_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 IDA_{it} + Setor_i + Trim_i + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Em que:

AR_{it} corresponde as métricas de retornos anormais AR[0], CAR[0;+3], CAR[-3;+3] e CAR[-3;-1] das ações da companhia i no período t ; AR[0] corresponde aos retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] corresponde aos retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] corresponde aos retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] corresponde aos retorno anormais acumulados apenas dos três dias que antecedem a divulgação do lucro;

β_0 Intercepto da equação;

$SURP_D_{it}$ = variável *dummy* da companhia i no período t que assume o valor “1” para surpresa positiva dos lucros e “0” para a surpresa negativa dos lucros;

$INST_{it}$ variável *dummy* da companhia i no período t que assume o valor “1” para alta concentração de investidores institucionais e “0” para baixa concentração de investidores institucionais;

$ZALT_{it}$ nível de dificuldade financeira da companhia i no período t ;

$ALAV_{it}$ grau de alavancagem financeira da companhia i no período t ;

$LNAT_{it}$ logaritmo dos ativos totais da companhia i no período t ;

ROA_{it} retorno sobre os ativos totais da companhia i no período t ;

MTB_{it} índice market-to-book da companhia i no período t ;

IDA_{it} idade da companhia i no período t ;

$Setor_i$ variáveis *dummy* para controle setorial (2010 a 2018);

$Trim_i$ variável *dummy* para controle de trimestre (2010 a 2018) e

ε_{it} erro do modelo proposto.

A operacionalização da equação 11 será realizada com base nas quatro métricas de retornos anormais propostos: AR[0], CAR[0;+3], CAR[-3;+3] e CAR[-3;-1]. Ademais, duas análises são essenciais para compreensão dos resultados. A primeira trata-se do parâmetro β_1 que investiga a relação da surpresa positiva dos lucros em prever os retornos anormais, sendo que para o teste de hipótese espera-se que $\beta_1 > 0$, isto é, uma surpresa positiva dos lucros deve aumentar os retornos anormais, tal como é evidenciado pela literatura (Alwathnani et al., 2017; Ball & Brown, 1968; Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006; Skinner & Sloan, 2002). A segunda e principal análise se refere ao parâmetro β_3 resultante da interação entre a variável *dummy* surpresa positiva dos lucros (SURP_D) e a concentração de investidor institucional (INST) espera-se que o coeficiente deste parâmetro seja negativo, isto é $\beta_3 < 0$. A expectativa é de que uma alta concentração de investidor institucional atenua o efeito da surpresa positiva dos lucros sobre os retornos anormais, pois como se trata de ações sofisticadas devido as características desse investidor, a precificação aconteceria de forma mais eficiente, diminuindo as chances de uma reação exagerada no retorno das ações no momento em que o lucro divulgado se apresentar maior do que o estimado pelos analistas (surpresa positiva).

3.3.4 Protocolo de Análise

O protocolo de análise seguiu os procedimentos expressos no Quadro 4.

Quadro 4 - Protocolo de análise

Etapas	Objetivos	Procedimentos	Suporte teórico
1º Pré-condições	Detecção de <i>outliers</i>	Winsorização a 1% no topo e na base dos dados	(Alwathnani et al., 2017; Chiachio & Martinez, 2019; Cho et al., 2018; Gao & Zhang, 2015; Lorencini & Costa, 2012)
2º Estimações	Análise geral das características das companhias da amostra	Estatística Descritiva (média, mediana, desvio padrão, frequência)	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)
3º Estimações	Análise descritiva das variáveis: a) Associação entre as variáveis; b) Verificação das diferenças entre grupos.	a) Correlação de Spearman; b) Teste U de Mann-Whitney	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)
4º Pressupostos	Determinação do tipo de painel mais adequado.	Tipo de Painel: Teste de Chow; Breusch-Pagan e de Hausman	(Baltagi, 2008; Gujarati & Porter, 2011)
5º Validação	Validação das regressões: a) Multicolineariedade; b) Normalidade; c) Heterocedasticidade; d) Autocorrelação;	a) VIF (variance inflation factors); b) Teste de Shapiro-Wilk e Jarque-Bera; c) Breusch-Pagan/Wald; d) Teste de Wooldridge;	(Akinwande et al., 2015; Baltagi, 2008; Fávero & Belfiore, 2017; Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011; Hair et al., 2009; Wooldridge, 2006)
6º Interpretações	Análise dos coeficientes de regressão	Verificação da importância relativa de dos previsores sobre os retornos anormais	-

As análises empíricas do estudo foram realizadas com recurso ao *software* de estatística SPSS 22 e STATA 13. Sendo considerado um nível de significância máximo de 5% em todos os testes de hipóteses.

3.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção contém a análises e interpretações dos resultados da pesquisa. Inicia-se pela estatística descritiva das variáveis, em sequência são evidenciados as correlações, bem como os testes não paramétrico de diferença de média. Por fim, uma

análise multivariada com dados em painel expõe a discussão do poder de causalidade existente entre as variáveis.

3.4.1 Análise Descritiva dos Dados

A Tabela 5 apresenta a análise descritiva das variáveis de pesquisa:

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Painel (a)					
Variáveis Quantitativas	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
AR[0]	-0,7040	0,2152	-0,0006	-0,0007	0,0317
CAR[0;+3]	-0,3903	0,3624	-0,0030	-0,0010	0,0598
CAR[-3;+3]	-0,4010	0,3850	-0,0027	-0,0024	0,0690
CAR[-3;-1]	-0,2597	0,2236	0,0003	-0,0003	0,0373
INST	0,0017	0,8522	0,3169	0,2570	0,2241
SURP	-17,8667	6,7333	-0,4606	-0,0643	2,6313
ZALT	-0,3112	9,3760	2,4580	1,8888	1,8505
ALAV	0,0267	9,1984	1,2135	0,7560	1,4915
LNAT	20,4957	27,0415	22,8229	22,6864	1,3003
ROA	-0,0508	0,0626	0,0109	0,0104	0,0181
MTB	0,1683	15,9040	2,4258	1,5661	2,5850
IDA	4,0000	99,0000	35,1201	33,00	23,0710

Painel (b)					
Surpresa nos Lucros <i>Dummy</i>	Observações		SURP		Estatística U de Mann-Whitney
	Distribuição	%	Média	Mediana	
Surpresa Positiva "1"	927	41%	0,6824	0,2254	0,000***
Surpresa Negativa "0"	1337	59%	-1,2531	-0,3089	

Painel (c)					
Concentração de Investidores Institucionais - <i>Dummy</i>	Observações		INST		Estatística U de Mann-Whitney
	Distribuição	%	Média	Mediana	
Alta Concentração "1"	1132	50%	0,4937	0,4434	0,000***
Baixa Concentração "0"	1132	50%	0,1401	0,1410	

Painel (d)		
Setores	Observações	Companhias
Serviços do Consumidor	628	32
Serviços de Utilidade Pública	353	17
Bens de Capital	295	18
Alimentação, Bebidas & Tabaco	276	13
Imobiliária	200	11
Materiais	194	10
Equipamentos & Serviços de Saúde	105	5
Serviços de Telecomunicação	79	4

Energia	71	5
Software & Serviços	63	3

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; INST concentração dos investidores institucionais; SURP surpresa nos lucros; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-Book; IDA idade da companhia; ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

As primeiras impressões sobre as estatísticas descritivas relevam que as variáveis dependentes (retornos anormais) se apresentaram de forma negativa. Isso quer dizer que, em média, a resposta do mercado diante da divulgação dos lucros trimestrais foi ruim, sendo a maior perda nos três dias após a data da divulgação do resultado contábil CAR[0;+3], em que os retornos anormais acumulados atingiram o valor de -0,30 pontos percentuais. Ressalta-se que a variável CAR[-3;-1] foi a única entre as variáveis dos retornos anormais que não se apresentou média negativa. Embora a média dos retornos anormais dessa variável seja ligeiramente positiva e sua mediana negativa, a janela de estimação desta variável contemplou apenas os três dias que antecederam a divulgação do resultado contábil, o que por sua vez, tende a demonstrar que o mercado não se antecipou a divulgação do lucro.

Uma possível explicação para a percepção negativa do mercado acerca da divulgação do resultado contábil ocorre pela análise da variável SURP. Percebe-se que a média da surpresa dos lucros foi computada como negativa, isto é, o resultado realizado no trimestre foi menor que o resultado esperado pelos analistas, em média, o resultado contábil se revelou 46% menor do que a estimava dos analistas de mercado. Nesse contexto, tem-se um indicativo da força que a variável surpresa nos lucros apresenta sobre o retorno anormal.

O painel (b) da Tabela 5 utiliza a variável SURP de forma dicotômica, isto é, representa a surpresa de lucro entre positiva e negativa. Os dados evidenciaram que menos da metade (41%) das observações foram compostas por surpresas positiva com resultados contábeis acima dos previstos pelos analistas. Ao analisar as médias de cada uma das surpresas (positiva e negativa), percebe-se que as positivas excedem a previsão dos analistas em 68,24%, enquanto as surpresas negativas ficam aquém das previsões em 125%, isto denota que as surpresas positivas são menos exacerbadas que as negativas. Tendo em vista que não será possível alcançar os resultados previstos, os gestores podem estar aumentando despesas ou reduzindo

receitas com o intuito de criar reservas para serem revertidas e melhorar os resultados futuros (Healy, 1996). O teste de Mann-Whitney ($U=000$; $p<0,01$) apontou para diferenças significativas entre esses dois grupos de surpresa.

Em relação a variável moderadora da pesquisa INST é possível identificar que em média, os investidores institucionais representam cerca de 31,69% da estrutura de propriedade das companhias. Este dado reforça uma crescente participação dos investidores institucionais no Brasil, pois conforme apresentado pela pesquisa de González e García-Meca (2014) e Sousa (2017) os investidores institucionais nas companhias brasileiras aparecem com cerca de 28 e 24 pontos percentuais. Cabe ressaltar, a representatividade dos investidores institucionais no mercado brasileiro, isto porque, em comparação ao estudo de Lel (2019), em nível global, os investidores institucionais não chegaram a ultrapassar a marca de 10% de participação societária.

A hipótese de pesquisa deste estudo investiga se a concentração dos investidores institucionais modera negativamente a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais. Para tanto, um dos primeiros passos é analisar o relacionamento entre as variáveis por meio da correlação linear, bem como pela aplicação de testes não paramétricos de diferença de média. Inicia-se pela apresentação dos coeficientes de correlação de *Spearman*:

Tabela 6 – Correlação entre as variáveis

	AR[0]	CAR[0,+3]	CAR[-3,+3]	CAR[-3,-1]	INST	SURP	ZALT	ALAV	LNATIVO	ROA	MTB	IDA
AR[0]	1,000	0,451***	0,361***	-0,034	-0,024	0,081***	0,016	-0,019	0,007	0,035	-0,019	0,022
CAR[0,+3]	0,451***	1,000	0,803***	-0,026	-0,035	0,200***	0,036	-0,046**	0,026	0,117***	-0,003	0,020
CAR[-3,+3]	0,361***	0,803***	1,000	0,505***	-0,048**	0,172**	0,007	-0,031	0,013	0,098**	-0,036	0,011
CAR[-3,-1]	-0,034	-0,026	0,505***	1,000	-0,034	-0,005	-0,045*	0,020	-0,014	-0,012	-0,055***	-0,018
INST	-0,024	-0,035	-0,048**	-0,034	1,000	-0,046**	0,122***	-0,064***	-0,298***	0,052**	0,094***	-0,192***
SURP	0,081***	0,200***	0,172**	-0,005	-0,046**	1,000	0,182**	-0,124***	0,044**	0,481***	0,129***	0,077***
ZALT	0,016	0,036	0,007	-0,045**	0,122***	0,182**	1,000	-0,404***	-0,369***	0,624***	0,701***	0,064***
ALAV	-0,019	-0,046**	-0,031	0,020	-0,064***	-0,124**	-0,404***	1,000	0,215***	-0,371***	0,039	0,072***
LNAT	0,007	0,026	0,013	-0,014	-0,298***	0,044**	-0,369***	0,215***	1,000	-0,162***	-0,189***	0,148***
ROA	0,035	0,117***	0,098***	-0,012	0,052**	0,481***	0,624***	-0,371***	-0,162***	1,000	0,502***	-0,003
MTB	-0,019	-0,003	-0,036	-0,055***	0,094**	0,129**	0,701***	0,039	-0,189***	0,502***	1,000	0,010
IDA	0,022	0,020	0,011	-0,018	-0,192***	0,077**	0,064***	0,072***	0,148***	-0,003	0,010	1,000

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0,+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3,+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3,-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; INST concentração dos investidores institucionais (variável contínua); SURP surpresa nos lucros; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

A principal informação da Tabela 6 se refere a associação bivariada existente entre as variáveis retornos anormais (dependente) e surpresa nos lucros (independente). Os dados apontam para sinal positivo e estatisticamente significativo entre essas variáveis, isto é, quanto maior a surpresa positiva dos lucros, maior são os retornos anormais. Os resultados dessa inferência preliminar sugerem que o mercado brasileiro tende a reagir ao fator inesperado do lucro, corroborando as abordagens precursoras de Beaver et al. (1979) quanto maior a surpresa nos lucros, maior a resposta do mercado. Destaca-se ainda, que a força da associação entre estas variáveis difere dependendo da janela de eventos dos retornos anormais. Retorno anormais correspondentes ao dia da divulgação do lucro AR[0] apresentaram associação de $r_s = 0,081$; $p < 0,001$, enquanto os retornos anormais acumulados dos dias seguintes a divulgação CAR[0;+3] foram $r_s = 0,200$; $p < 0,001$.

Apesar do efeito das associações serem consideradas pequenas (Field, 2009) ainda assim, é possível acreditar na corrente de estudos que apontam que o mercado de capitais é sensível a surpresas nos lucros (Bernard & Thomas, 1989; Foster et al., 1984; Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006; Pimentel, 2015; Skinner & Sloan, 2002). Os resultados desta associação indicam que o mercado brasileiro responde de forma atrasada ao feito da surpresa nos lucros sobre o valor das ações. Além disso, não há indícios de que o mercado consiga antecipar o efeito da surpresa nos lucros antes da divulgação dos demonstrativos contábeis, haja vista o efeito fraco e não significativo entre SURP e os retornos anormais correspondente a janela de estimação de três dias antes do evento CAR[-3;-1].

No que se refere a variável moderadora INST foram encontradas fracas evidências de associação tanto para a variável independente SURP, quanto para as variáveis dependentes de retornos anormais. No entanto, isto não subestima a presença da moderação no estudo, pois o objetivo não foi testar o efeito direto, mas sim, o termo interativo que as variáveis INST e SURP possam apresentar sobre o retorno anormal. Para compreender a possível interação existente entre estas variáveis, a Tabela 7 retrata um teste não paramétrico de diferença de média para retornos anormais diante da segregação das companhias por tipo de surpresa e concentração dos investidores. Para tanto, as variáveis SURP e INST foram utilizadas em sua forma *dummy*, sendo as surpresas de lucros segregadas em positivas e negativas, enquanto a concentração de investidores institucionais foram divididas em alta e baixa a partir da mediana.

Tabela 7 - Comparativo do retorno anormal de acordo com o tipo de surpresa e concentração do investidor

Variáveis	Obs	AR[0]			CAR[0;+3]			
		Média	Mediana	U-Mann Whiteny	Média	Mediana	U-Mann Whiteny	
SURP +	927	0,1935%	0,1300%	562257,5***	1,0214%	0,9300%	477651***	
SURP -	1337	-0,2276%	-0,2100%		-1,2157%	-0,8100%		
ALTO INST	1132	-0,1086%	-0,0300%	631151,5	-0,4608%	-0,3500%	618167,5	
BAIXO INST	1132	-0,0018%	-0,0800%		-0,1387%	0,0550%		
SURP +	ALTO INST	459	0,1609%	0,1300%	104629	0,7486%	0,5600%	99464,5
	BAIXO INST	468	0,2254%	0,1350%		1,2888%	1,1100%	
SURP -	ALTO INST	673	-0,2923%	-0,1800%	222256,5	-1,2856%	-0,8900%	222376,5
	BAIXO INST	664	-0,1619%	-0,2100%		-1,1448%	-0,6750%	
Variáveis	Obs	CAR[-3;+3]			CAR[-3;-1]			
		Média	Mediana	U-Mann Whiteny	Média	Mediana	U-Mann Whiteny	
SURP +	927	1,0069%	0,7500%	502239,5***	-0,0144%	-0,0600%	613392	
SURP -	1337	-1,1570%	-0,9100%		0,0587%	-0,0100%		
ALTO INST	1132	-0,5531%	-0,5600%	605876,5**	-0,0923%	-0,1150%	617287	
BAIXO INST	1132	0,0111%	0,0150%		0,1498%	0,0900%		
SURP +	ALTO INST	459	0,5911%	0,2500%	96735,5**	-0,1576%	-0,1900%	101644
	BAIXO INST	468	1,4148%	1,2600%		0,1259%	0,0800%	
SURP -	ALTO INST	673	-1,3334%	-1,1900%	218736,5	-0,0478%	-0,0400%	217660
	BAIXO INST	664	-0,9782%	-0,7800%		0,1667%	0,1050%	

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; INST concentração dos investidores institucionais; SURP+ surpresa positiva dos lucros; SURP- surpresa negativa dos lucros; ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

O teste de Mann-Whitney mostra diferenças significativas nos retornos anormais dependendo do tipo de surpresa. Em termos de média, os dados apontam para diferenças significativas entre os retornos anormais quando segregados por surpresas positivas e negativas. É possível verificar que as companhias que no trimestre apresentaram surpresa de lucro positiva também conquistaram retornos anormais positivos, enquanto surpresas negativas estão atreladas a retornos anormais negativos.

Os resultados reforçam a corrente de estudos empíricos que defendem os efeitos da surpresa de lucros sobre o retorno das ações. Martinez (2006) e Galdi e

Lima (2016) evidenciaram que a surpresa nos lucros pode elevar os retornos para um e dois trimestres após a divulgação do resultado contábil. A Tabela 7 fortalece estes estudos e permite considerar que no curto prazo as surpresas de lucro também podem provocar mudanças na perspectiva do mercado com reflexo nos retornos anormais.

Observa-se que os retornos anormais da variável $CAR[-3;-1]$ foi o único que não apresentou diferença significativa entre as surpresas positivas e negativas. A provável justificativa se refere a janela do evento, tal como explicado anteriormente, trata-se de um retorno anormal calculado com base no período de 3 dias antes da divulgação do lucro, por isso, é possível presumir que de forma geral, o mercado não obteve informação privilegiada sobre o lucro que pudesse criar uma anomalia.

Ao segregar a amostra com base na concentração dos investidores institucionais, não se confirmou existência de diferenças estatisticamente significativas para os retornos anormais, exceto para a variável $CAR [-3;+3]$. Apesar de a significância estar presente em apenas uma das métricas de retornos anormais averiguou-se que para as companhias com maior concentração de investidores institucionais o retorno anormal é menor. Neste cenário pode-se pressupor que ações com maior concentração de propriedade institucional são precificadas mais rapidamente. Segundo Boehmer e Kelley (2009) as maiores participações institucionais estão associados a menores desvios no preço das ações e, portanto, maior eficiência informacional. Contudo, esses resultados precisam ser relatados com prudência, pois dentre as quatro formas de mensuração dos retornos anormais, apenas uma evidenciou significância estatística.

Para finalizar as análises descritivas com base no teste não paramétrico de diferença de média, se verifica as diferenças nos retornos anormais levando em conjunto as características da surpresa de lucro e da concentração dos investidores institucionais. Os dados revelaram que diante de uma surpresa positiva, as companhias com alta concentração de investidores institucionais apresentam médias menores de retornos anormais, quando comparado à amostra com baixa concentração de investidores institucionais. Estes dados colaboram para interpretação de que os investidores institucionais poderiam estar sendo mais habilidosos na precificação da surpresa dos lucros no valor das ações, o que por sua vez, diminuiria as margens de excesso de retorno, ou ainda, por conta de sua sofisticação financeira poderiam perceber que a surpresa positiva de lucro contém sinais de gerenciamento de resultados.

Entretanto, das quatro métricas de retornos anormais a estatística de Mann Whitney se apresentou significativa apenas para $CAR[-3;+3]$. Assim, percebe-se que a amostra de companhias com surpresa positiva e alta concentração de INST configuraram retorno anormal médio de 0,59%, enquanto as companhias com baixa concentração de INST obtiveram retorno anormal de 1,41%. Esta evidencia sugere que os investidores institucionais são considerados um tipo de mecanismo de contensão para anomalias provocadas pela surpresa positiva de lucro. Isto porque, diante de um resultado abaixo do esperado pelos analistas (surpresa negativa), em nenhuma das métricas de retornos anormais a presença de alta e baixa concentração de investidores institucionais se mostrou estatisticamente significativa. O fato de apenas uma das métricas apresentar significância estatística exige cautela na interpretação dos dados, mas é possível acreditar que a linha de raciocínio de uma moderação por parte dos investidores institucionais é algo que pode acontecer no mercado de capitais brasileiro.

3.4.2 Análise Inferencial

A etapa seguinte é marcada pela análise multivariada dos dados que tem como objetivo testar a hipótese de pesquisa de que a concentração de investidores institucionais modera negativamente a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais. A abordagem desta investigação seguiu os parâmetros da equação 11, sendo o principal ponto de análise o comportamento da interação entre as variáveis SURP_D e INST. Na Tabela 8 apresentam-se os resultados das regressões tendo como variável dependente as quatro métricas de retornos anormais: $AR[0]$, $CAR[0;+3]$, $CAR[-3;+3]$ e $CAR[-3;-1]$.

Tabela 8 - Resultados das regressões em painel

Explicativas	Dependentes		AR[0]	AR[0]	CAR[0;+3]	CAR[0;+3]	CAR[-3;+3]	CAR[-3;+3]	CAR[-3;-1]	CAR[-3;-1]
	Coef.	Std.Err.								
SURP_D	Coef.	0,0037**	0,0029	0,0188***	0,0201***	0,0176***	0,0192***	-0,0014	-0,0014	
	Std.Err.	0,0016	0,0025	0,0032	0,0046	0,0035	0,0049	0,0017	0,0023	
INST	Coef.	0,0017	0,0011	-0,0007	0,0003	-0,0017	-0,0005	-0,0024	-0,0024	
	Std.Err.	0,0025	0,0029	0,0060	0,0068	0,0072	0,0085	0,0018	0,0022	
SURP_D * INST	Coef.		0,0015		-0,0027		-0,0003		0,0000	
	Std.Err.		0,0031		0,0056		0,0065		0,0032	
ZALT	Coef.	-0,0025*	-0,0026*	-0,0080***	-0,0079***	-0,0094***	-0,0093***	-0,0015**	-0,0016	
	Std.Err.	0,0014	0,0014	0,0018	0,0018	0,0025	0,0025	0,0007	0,0007	
ALAV	Coef.	-0,0002	-0,0002	0,0053***	0,0053***	0,0074***	0,0074***	0,0010	0,0010	
	Std.Err.	0,0012	0,0012	0,0017	0,0017	0,0027	0,0027	0,0007	0,0007	
LNAT	Coef.	-0,0065*	-0,0065*	-0,0064	-0,0064	-0,0091	-0,0091	-0,0008	0,0000	
	Std.Err.	0,0033	0,0033	0,0057	0,0057	0,0064	0,0064	0,0009	0,0032	
ROA	Coef.	0,158	0,1600*	0,4790***	0,4770***	0,7060***	0,7040***	0,1560**	0,1560**	
	Std.Err.	0,0958	0,0957	0,1390	0,139	0,1560	0,157	0,0619	0,0619	
MTB	Coef.	-0,0005	-0,0004	-0,0038***	-0,0038***	-0,0060***	-0,0060***	-0,0010**	-0,0010**	
	Std.Err.	0,0009	0,0009	0,0012	0,0012	0,0013	0,0013	0,0005	0,0005	
IDA	Coef.	-0,0049***	-0,0049***	-0,0124***	-0,0124***	-0,0167***	-0,0167***	0,0000	0,0000	
	Std.Err.	0,0013	0,0013	0,0044	0,0043	0,0044	0,0043	0,0000	0,0000	
Constante	Coef.	0,3460***	0,3470***	0,6420***	0,6400***	0,881***	0,878***	0,0354	0,0354	
	Std.Err.	0,0952	0,0948	0,2190	0,216	0,223	0,219	0,0206	0,0206	
Observações		2264	2264	2264	2264	2264	2264	2264	2264	
Controle de Setor e Trimestre		sim	Sim	sim	Sim	sim	Sim	sim	Sim	
Teste Painel Chow		1,280***	1,280***	1,54***	1,54***	1,43***	1,43***	1,19	1,19	
Teste Painel Breusch Pagan		0,000	0,000	2,00	2,03	0,000	0,000	0,00	0,00	
Teste Painel Hausman		142,50***	152,61***	185,63***	975,22***	78,59***	78,59***	55,65	52,87	
Tipo Painel		Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo	Pooled	Pooled	
VIF médio		2,47	2,51	2,47	2,51	2,47	2,51	2,47	2,51	
Normalidade Jarque-Bera		1,2e+06 ***	1,2e+06 ***	1589***	1606***	906,3***	918,2***	1613***	1613***	
Heterocedast. Wald/Breusch Pagan		11835,81***	11877,12***	7,5e+29***	3,0e+30***	14172,73***	14571,12***	0,51	0,51	
Autocorrelação Wooldridge		0,413	0,338	0,0670	0,0650	0,717	0,712	0,336	0,303	

	Dependentes			Explicativas		
	AR[0]	AR[0;+3]	CAR[0;+3]	CAR[-3;+3]	CAR[-3;-1]	CAR[-3;-1]
Teste F	3,32***	3,49***	5,32***	5,17***	7,96***	7,73***
R ² within	0,0325	0,0326	0,0731	0,0732	0,0741	0,0743
R ² between	0,0013	0,0013	0,001	0,001	0,0022	0,0022
R ² overall	0,0001	0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; SUR_D variável *dummy* que assume o valor "1" para surpresa positiva do lucro e "0" para a surpresa negativa do lucro; INST variável *dummy* que assume o valor "1" para alta concentração de investidores institucionais e "0" para baixa concentração de investidores institucionais; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; Os dados não apresentaram multicolinearidade: VIF<5; O teste de Jarque-Bera confirmou a não normalidade dos resíduos, contudo, diante do tamanho da amostra analisada, assume-se a normalidade assintótica, respaldada no teorema do limite central (Wooldridge, 2006); O teste Wooldridge apontou a não existência de autocorrelação entre os resíduos da regressão tendo em vista que o p-valor foi maior que 0,05; O teste de Wald diagnosticou heterocedasticidade no painel com efeitos fixos, por isso a computação dos estimadores ocorreu considerando estimadores robustos a heterocedasticidade; ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Do ponto de vista estatístico, a hipótese de interesse é de que o coeficiente angular SURP_D * INST seja nulo, para mostrar que este não influencia as variáveis de retorno anormal. Isto quer dizer que para rejeitar a hipótese nula de que o valor do estimador é igual a zero, e portanto, SURP_D * INST exerceria influência significativa sobre as variáveis dependentes, o resultado para a estimação deve apresentar p-valor menor do que 0,05. Dessa forma, após a apuração das regressões foi verificado que o estimador SURP_D * INST não é significativo, por isso, não foi possível rejeitar a hipótese de que SURP_D * INST é nulo. Por isso, os resultados apontam para uma inconclusão de que a variável INST possa moderar a relação surpresa nos lucros e retorno anormal. Cabe ressaltar que foram realizadas regressões utilizando a variável moderadora INST em sua forma contínua, contudo, os resultados não se apresentaram diferentes da abordagem inicial, por isso estes resultados foram suprimidos do artigo.

Conforme apontado pela Tabela 8 a variável de interação SURP_D* INST não se apresentou significativa, denotando que a concentração dos investidores institucionais não consegue alterar a direção ou a força que a surpresa positiva dos lucros causa nos retornos anormais. Acreditava-se que esta interação pudesse ser negativa, isto é, os investidores institucionais teriam condições de revisar com maior agilidade a diferença entre o lucro divulgado e a sua expectativa, e portando o fator surpresa positiva, não seria tão impactante para as companhias com maior concentração de investidores institucionais, porém a significância estatística não proporcionou confirmar a hipótese de pesquisa.

Nesta pesquisa fica evidente a violação da HME em sua forma semiforte. Notou-se que os preços das ações negociadas não refletem de maneira completa e instantânea, toda informação relevante e disponível a respeito das referidas ações, haja vista que a surpresa dos lucros gerou retornos anormais. Por outro lado, era esperado que um maior peso de investidores sofisticados da estrutura de propriedade das companhias pudesse melhorar ou mesmo corrigir a precificação das ações no momento da surpresa dos lucros, pois segundo Green et al. (2011) a figura do investidor institucional foi capaz de reduzir as anomalias dos accruals no mercado americano e de acordo com Liu (2018) os investidores institucionais podem apresentar habilidades para identificar informações relacionadas a qualidade do lucro.

Os resultados dessa pesquisa não permitem concluir que os investidores institucionais possa de fato ser sofisticado o suficiente para analisar todo fluxo de informação contábil divulgada pelas companhias no que tange os aspectos da surpresa do lucro e ainda, efetuar análises econômico-financeiras para que em tempo hábil consiga precificar de forma correta o valor das ações. A falta de significância estatística também é compartilhada por Sen (2009) que concluíram que a surpresa de lucro não foi precificada de forma correta pelo mercado indiano e que os investidores institucionais também não conseguiram atenuar essa anomalia.

Convém ressaltar que a surpresa de lucro é um determinante significativo em três das quatro métricas de retornos anormais. Conforme já era percebido desde as análises descritivas, a surpresa dos lucros também se manteve relevante na estatística multivariada. Os resultados atestam que a surpresa positiva de lucro gera efeitos positivos nos valores de mercado dos títulos das companhias, isto é, a divulgação de um lucro acima da expectativa dos analistas aumentam os retornos anormais no dia da divulgação do lucro $AR[0]$, nos dias subsequentes $CAR[0;+3]$, bem

como nos retornos anormais acumulados em torno da divulgação do lucro $CAR[-3;+3]$. Estes achados seguem a linha de estudos vanguardistas como o de Latané e Jones (1977); Jones et al. (1984) e Jones et al. (1985) e comprovaram que o mercado brasileiro também reage de forma atrasada ao revisar os preços das ações diante das surpresa de lucros. A não significância foi encontrada apenas para a variável dependente $CAR[-3;-1]$. A ideia dessa última variável era testar se o mercado teria conhecimento do lucro por antecipação, isto é, o mercado poderia reagir à surpresa de lucros antes que a informação se tornasse pública. No entanto, conforme expresso na Tabela 8 o coeficiente da surpresa positiva de lucro não foi significativo, descartando desta forma essa possibilidade.

Além da surpresa dos lucros, o mercado também reagiu a outras variáveis no momento da divulgação dos demonstrativos contábeis. É o caso da variável de controle ZALT, em que quanto mais crítica é a situação financeira da companhia, menores são as taxas de retornos anormais. Esse resultado faz todo o sentido quando se imagina o mercado preocupado com o futuro da companhia, pois quanto maior o score desta métrica, maiores são as chances de as companhias entrarem em falência nos próximos anos. Assim é possível acreditar que o mercado esteja punindo as companhias que não apresentam boa saúde financeira.

Por outro lado, quando se analisa o efeito da variável ALAV sobre os retornos anormais nas métricas $CAR[0;+3]$ e $CAR[-3;+3]$, percebe-se que o mercado não reprimiu as companhias mais arriscadas em termos de endividamento, pelo contrário, as companhias com maiores níveis de dependência de recursos de terceiros apresentam retornos anormais positivos e estatisticamente significativos. Em um comparativo entre os efeitos de ZALT e ALAV sobre os retornos anormais é possível acreditar que o mercado parece conseguir discernir que o endividamento pode não ser a principal causa dos problemas financeiros ou da falência de uma companhia. Ademais, não se descarta a possibilidade de o mercado estar validando os benefícios do custo da dívida com terceiros para obtenção de lucro.

Ainda em relação as variáveis de controle, destaca-se a influência positiva e estatisticamente significativa do ROA sobre o retorno anormal. Em praticamente todas as regressões da Tabela 8 percebe-se que uma melhor rentabilidade do ativo reflete no aumento dos retornos anormais. Esses resultados reafirmam a importância de a companhia gerar resultados positivos, pois demonstra que as ações com potencial de geração de lucros causam reações exageradas tanto no momento da divulgação dos

resultados contábeis como nos três dias que antecedem a divulgação do lucro CAR[-3;-1]. Sobre a variável IDA, os dados apontam que a idade da companhia é outro determinante que interfere no retorno anormal das ações. O mercado reagiu negativamente para as companhias com mais anos de fundação, isto é, no momento da divulgação dos resultados contábeis há um bônus pago para as companhias mais novas. Conseqüentemente, o resultado indica que os investidores no mercado brasileiro podem estar mais interessados em ações que apresentem crescimento mais acelerado.

Por último, avaliou-se o comportamento das variáveis MTB e LNAT. Os dados relevaram que as ações mais valorizadas pelo mercado em relação ao valor patrimonial da companhia, ou seja, as que apresentam uma maior pontuação de MTB são as que apresentam menores retornos anormais, exceto no modelo AR[0] na qual a variável MTB não se revelou estatisticamente significativa. No índice MTB valores acima de 1 indicam que os investidores estão pagando mais por uma companhia do que valem seus ativos, ou seja, a companhia está sobrevalorizada, o mercado acredita que existem boas projeções de lucro futuro e por isso, estão dispostos a pagarem mais pelo valor da ação.

No entanto, o resultado negativo entre MTB e os retornos anormais apontam para uma direção contrária, isto é, o mercado está pagando um prêmio maior para as companhias que apresentam valores de ações subvalorizadas, isto é, as companhias que estão sendo negociadas mais baratas no mercado do que seu valor contábil tendem a apresentar retornos anormais maiores. Em relação ao tamanho da companhia representando pela variável LNAT, as inferências dos resultados são imprecisas, apesar de sua relação negativa com os retornos anormais, isto é, quanto maior a companhia menor é o retorno, os resultados se configuram como inconclusivos, pois em apenas uma das métrica de retornos anormais o log dos ativos se apresentou significativa, porém acima de 5%.

3.5 CONCLUSÕES

No pressuposto de mercado de capitais eficiente, em sua forma semiforte, o preço da ação é ajustado no exato momento em que uma informação relevante é disponibilizada ao público, isto é, informações com indicativo de alteração no fluxo de caixa futuro. No entanto, as evidências de estudos anteriores permitem inferir que

aparentemente, existe uma falha do mercado em avaliar a nova informação e re-precificar instantaneamente o ativo. Para Lyra e Olinquevitch (2007) em mercados envoltos por problemas de agência e assimetria informacional, não há que se falar em eficiência de mercado, pois há inúmeras diferenças informacionais entre os agentes. No cenário nacional e internacional pesquisas admitem a existência de anomalias no mercado o que enseja a construção de estratégias de arbitragem, como no caso da relação entre surpresa nos lucros e retornos anormais (Bernard & Thomas, 1989; Foster et al., 1984; Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006; Skinner & Sloan, 2002).

Mesmo assim, é possível acreditar que o investidor sofisticado seja menos sensível a surpresa nos lucros devido sua eficiência em analisar os dados divulgados pela companhia. Presumisse que os atributos de sofisticação financeira, pertencentes aos investidores institucionais, possa prevalecer na análise, pois conforme Boehmer e Kelley (2009); Green et al. (2011); Jiang et al. (2008); Liu (2018) e Yu, Hagigi e Stewart (2018) os investidores institucionais são dotados de maiores habilidades para incorporarem as ações oportunistas dos gestores e antecipar as informações futuras sobre o lucro em seu processo de avaliação. Nesse sentido, o estudo examinou a existência de efeito moderador da concentração do investidor institucional na relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto.

As primeiras inferências estatísticas denotaram que o mercado brasileiro reage significativamente ao fator inesperado do lucro. Os resultados da associação bivariada entre as variáveis retornos anormais e surpresa nos lucros corroboram as abordagens precursoras de Beaver et al. (1979) que quanto maior a surpresa nos lucros, maior a resposta do mercado. Os achados também sugerem que o mercado não se antecipou ao efeito da surpresa nos lucros antes da divulgação dos demonstrativos contábeis, pois os coeficiente entre surpresa nos lucros e os retornos anormais correspondente a janela de estimação de três dias antes do evento $CAR[-3;-1]$ não foi significativo, ou seja, percebe-se que o excesso de retorno ocorre apenas após divulgação dos resultados.

Testes não paramétricos de diferença de média e as regressões multivariadas com dados em painel confirmaram a relação existente entre as variáveis retornos anormais e surpresa nos lucros em $AR[0]$, $CAR[0;+3]$ e $CAR[-3;+3]$. Os dados apontaram que as surpresas positivas de lucro são capazes de gerarem retornos anormais positivos, sendo o contrário também verdadeiro, as companhias que nos trimestres apresentaram surpresas abaixo do esperado pelos analistas (negativa) são

penalizadas pelo mercado e pronunciam retornos anormais negativos. Conclui-se por meio destes resultados que o mercado brasileiro é afetado pela surpresa nos lucros e de um modelo geral, há um retardo na revisão dos preços das ações diante da informação de um lucro inesperado.

Contudo, buscou-se ainda compreender se o atraso da precificação das ações está relacionada com a presença da sofisticação dos investidores na estrutura de propriedade da companhia. A hipótese desta pesquisa partiu da premissa que a má precificação dos ativos seria atenuada na presença de investidores institucionais. Assim, esperava-se que a maior concentração de investidores institucionais pudesse moderar negativamente a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais.

Os testes não paramétricos de diferença de média revelaram para a amostra de companhias com surpresa positiva e alta concentração de investidores institucionais apresentaram retorno anormal médio de 0,59%, enquanto as companhias com baixa concentração de INST obtiveram retorno anormal de 1,41% em $CAR[-3;+3]$. Com base neste resultado, pode-se intuir que há indícios para o suporte da hipótese de pesquisa, ou seja, os investidores institucionais poderiam estar contendo as anomalias provocadas pela surpresa positiva de lucro. No entanto, a ausência de significância do coeficiente de interação $SURP*INST$ por meio das regressões com dados em painel não permitiu confirmar a hipótese de que uma alta concentração de investidores institucionais atenua o efeito da surpresa positiva dos lucros sobre os retornos anormais.

O mercado de ações de um modo geral falhou em precificar a informação da surpresa nos lucros de forma instantânea, provocando por sua vez, um excesso de retorno. Este achado corrobora as linhas pesquisas que contestam a hipótese de eficiência de mercado em sua forma semiforte. Sobretudo, os resultados desta pesquisa revelam que o investidor institucional, mesmo sendo considerado uma classe sofisticada, não é capaz de alterar a direção ou a força que a surpresa positiva dos lucros causa nos retornos anormais. Dessa forma, não é possível concluir que a existência de uma maior participação dos investidores institucionais no quadro social da companhia pudesse favorecer a incorporação de maneira mais eficiente das informações sobre o lucro.

Ademais, é preciso reconhecer que os resultados estão limitados às variáveis empregadas no estudo e às companhias que constituíram a amostra. Sugere-se para pesquisas futuras explorar tais limitações, assim como aumentar o número de

variáveis de controle como forma de neutralizar outras influências do ambiente nos resultados. Poderia ser investigado classificações internas de investidores institucionais, tais como: fundos de pensão, bancos e seguradoras, fundo de hedge dentre outros, na tentativa de identificar se determinado tipo de investidor modera a relação surpresa-retorno. Outra possibilidade de estudo que agregaria maiores conhecimentos e permitiria ratificar estes resultados é a utilização de uma metodologia de portfólio/carteiras, bem como o aumento da janela de eventos dos retornos anormais com vista a verificar o comportamento das ações no longo prazo.

REFERÊNCIAS

- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. *Open Journal of Statistics*, 5(07), 754.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Alwathnani, A. M., Dubofsky, D. A., & Al-Zoubi, H. A. (2017). Under-or-overreaction: Market responses to announcements of earnings surprises. *International Review of Financial Analysis*, 52(2017), 160-171. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.006>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. doi: 10.2307/2490232
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4 ed.): John Wiley & Sons.
- Barros, C. M. E., Lopes, I. F., & de Almeida, L. B. (2019). Efeito contágio da operação carne fraca sobre o valor das ações dos principais players do mercado de proteínas do Brasil e do México. *Enfoque*, 38(1), 105.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00045-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00045-9)
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. doi: 10.2307/2490070
- Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316-340. doi: 10.2307/2490507
- Benninga, S., & Czaczkes, B. (2008). *Financial Modeling* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36. doi: 10.2307/2491062

- Bernardo, H. P. (2001). *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais de resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento*. (Mestrado Dissertação), USP, São Paulo.
- Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594. doi: 10.1093/rfs/hhp028
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944-968. doi: 10.1007/s11142-012-9185-8
- Brown, L. D. (1997). Earnings Surprise Research: Synthesis and Perspectives. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 13-19.
- Chambell, J. J., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*: Princeton University press.
- Chiachio, V. F. d. O., & Martinez, A. L. (2019). Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(2), 160-181.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2018). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*. doi: 10.1111/irfi.12219
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2019). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*, 19(3), 693-703.
- Chudek, M., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2011). Is trading on earnings surprises a profitable strategy? Canadian evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 832-850. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.06.004>
- Coelho, E. G., Barros, C. M. E., Scherer, L. M., & Colauto, R. D. (2017). Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®* (ed Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística utilizando o SPSS* (2. ed ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *The Accounting Review*, 59(4), 574-603.
- Galdi, F. C., & Lima, V. S. M. (2016). Value & Growth Investing and PEAD in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 14(4), 1-27. doi: 1679-0731
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108-127. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

- Green, J., Hand, J. R., & Soliman, M. T. (2011). Going, going, gone? The apparent demise of the accruals anomaly. *Management Science*, 57(5), 797-816.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5 ed ed.). Porto Alegre: McGraw Hill Brasil.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6 ed.). Porto Alegre: Bookman
- Hand, J. R. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *Accounting review*, 65(4), 740-763.
- Healy, P. (1996). Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34, 107-115.
- Hirshleifer, D., Hou, K., & Teoh, S. H. (2012). The accrual anomaly: risk or mispricing? *Management Science*, 58(2), 320-335.
- Howe, J. S., & Houston, R. (2016). Earnings management, earnings surprises, and distressed firms. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 64-87.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191-201. doi: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.08.011>
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1984). Stock returns and SUEs during the 1970's. *The Journal of Portfolio Management*, 10(2), 18-22.
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1985). Earnings announcements. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 28.
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2015). Impacto da convergencia contabil internacional na suavizacao de resultados em empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 12(2), 1.
- Latané, H. A., & Jones, C. P. (1977). Standardized unexpected earnings a progress report. *The Journal of Finance*, 32(5), 1457-1465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03347.x
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(6), 895-922.
- Lento, C., Cotter, J., & Tutticci, I. (2016). Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark? *Australian Journal of Management*, 41(4), 633-655. doi: 10.1177/0312896216641600
- Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192. doi: 10.2307/2491070
- Li, K., Lockwood, J., & Miao, H. (2017). Risk-shifting, equity risk, and the distress puzzle. *Journal of Corporate Finance*, 44, 275-288.
- Lima, A. S. d., Carvalho, E. V. A. d., Paulo, E., & Girão, L. F. d. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.
- Lima, G. A. S. F. d., Yamamoto, M. M., Lima, I. S., & Malacrida, M. J. C. (2008). Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. *Revista de Informação Contábil*, 2(1), 1-18.
- Liu, S. (2018). Earnings management and institutional investor trading prior to earnings announcements. *China Finance Review International*. doi: 10.1108/CFRI-01-2018-0010

- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. (Doutorado Tese), USP, São Paulo.
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. d. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 23(58), 52-64.
- Lyra, R. L. W. C. d., & Olinquevitch, J. L. (2007). Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na bovespa. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 39-54. doi: 10.4270/ruc.20073
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Martinez, A. L. (2006). Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, 12(3), 1-23.
- Martins, V. G., Monte, P. A., & Machado, M. A. V. (2019). Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos Accruals: evidências do Brasil. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(1), 169-186.
- Mellone Jr, G. (1999). *Evidências empíricas da relação cross-section entre retorno e earnings to price ratio e book to market ratio no mercado de ações no Brasil no período de 1995 a 1998*. Paper presented at the XXIII ENANPAD, Foz do Iguaçu.
- Paulo, E., Sarlo Neto, A., & Santos, M. A. C. d. (2013). Reação do preço das ações e intempestividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 54-79.
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303.
- Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2016). Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 27(71), 202-2016. doi: 10.1590/1808-057x201602430
- Ribeiro, F., & Colauto, D. R. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(70), 55-66.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408. doi: 10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58. doi: https://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004
- Schimmer, M., Levchenko, A., & Müller, S. (2015). Event Study Tools (Research Apps), St. Gallen. Disponível em <http://www.eventstudytools.com>. Acesso em 09 outubro de 2019.
- Sen, K. (2009). Earnings surprise and sophisticated investor preferences in India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(1), 1-19. doi: https://doi.org/10.1016/j.jcae.2008.11.001
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 15(5), 641-662. doi: doi:10.1108/CG-11-2014-0140

- Skinner, D., & Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312. doi: 10.1023/A:1020294523516
- Vaz, C. S. D. (2016). *O impacto no retorno dos portfólios compostos por empresas brasileiras dada a surpresa de lucro após a divulgação dos resultados*. (Mestre Dissertação), Insper Instituto de Ensino e Pesquisa São Paulo. (56)
- Vieira, V. A. (2009). Moderação, mediação, moderadora-mediadora e efeitos indiretos em modelagem de equações estruturais: uma aplicação no modelo de desconfirmação de expectativas. *Revista de Administração-RAUSP*, 44(1), 17-33.
- Whisman, M. A., & McClelland, G. H. (2005). Designing, testing, and interpreting interactions and moderator effects in family research. *Journal of family psychology*, 19(1), 111.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory econometrics: A modern approach*, 3rd. New York: Thomson.
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459.

4 O EFEITO MODERADOR DA SUAUIZAÇÃO DE RESULTADOS NA RELAÇÃO SURPRESA NOS LUCROS E RETORNOS ANORMAIS EM COMPANHIAS COM ALTA CONCENTRAÇÃO DE INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

RESUMO: O estudo examina o efeito moderador da suavização de resultados sobre a relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto com alta concentração de investidores institucionais. Foram analisadas 118 companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018, totalizando 2.264 observações. Para identificação das companhias suavizadoras de resultados utilizou-se as métricas EM1 e EM2 de Leuz et al. (2003) e adaptação de Kolozsvari e Macedo (2016). Com base no banco de dados Thomson Reuters®, o investidor foi considerado institucional quando atua com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). A surpresa nos lucros foi computada pela diferença entre o lucro divulgado pela companhia e o estimado pelo consenso dos analistas. Os retornos anormais foram calculados usando o método de Estudo de Eventos. Testes não paramétricos de diferença de média e regressão multivariada com estrutura de painel apontaram que os retornos anormais $AR[0]$, $CAR[0;+3]$, $CAR[-3;+3]$ seguem a direção da surpresa nos lucros, isto é, surpresas positivas são capazes de predizerem retornos anormais positivos. Os achados também revelaram que os lucros trimestrais suavizados e acima do previsto pelos analistas influenciaram os retornos anormais nos três dias subsequentes a divulgação do lucro $CAR[0;+3]$. O sinal do coeficiente da moderação se apresentou positivo e significativo, contrariando a hipótese de que o mercado pudesse penalizar as companhias que atingiram as expectativas do mercado por meio de práticas de manipulação de resultados contábeis. A alta concentração dos investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias não se mostrou como um mecanismo capaz de atenuar as anomalias causadas pela surpresa nos lucros.

Palavras-chave: Surpresa nos Lucros. Suavização de Resultados. Investidores Institucionais. Retornos Anormais.

4.1 INTRODUÇÃO

A surpresa nos lucros é identificada por meio da diferença entre o lucro real da ação divulgado no trimestre e o lucro por ação previsto pelos analistas. O mercado atribui prêmios maiores às companhias que apresentam lucros acima do esperado pelos analistas (Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006) e os gestores por sua vez, buscam evidenciar resultados que superem a expectativa dos analistas, mesmo que para isto, a suavização de resultados contábeis faça parte de sua estratégia (Graham et al., 2005; Lento et al., 2016; G. A. S. F. d. Lima et al., 2018; Liu, 2018; Martins et al., 2019). No entanto, é preciso considerar que parte dos investidores são sofisticados e podem incorporar na precificação dos ativos as práticas oportunistas dos gestores

(Boehmer & Kelley, 2009; Green et al., 2011; Jiang et al., 2008; Liu, 2018). A ideia central é de que existe duas forças moderadoras agindo sobre a relação surpresa nos lucros e retornos anormais que carecem de maiores estudos. De um lado, a suavização de resultados contábeis como uma prática oportunista utilizada pelos gestores para gerar uma surpresa positiva de lucro. E de outro, os investidores institucionais capazes de decompor o lucro divulgado e atenuar as anomalias causadas pela surpresa no lucro.

Uma das premissas do mundo corporativo na visão dos CFO's é de que as empresas gerenciam lucros contábeis. Isso implica escolhas contábeis discricionárias com o intuito de suavizar resultados, pressupondo que empresas bem administradas e estáveis são capazes de produzir resultados suficientes para atingir as expectativas de lucros dos analistas. Graham et al. (2005) explicam que os gestores se sentem pressionados pelo mercado financeiro e por reações adversas que podem ocorrer, caso a empresa não consiga atingir as metas de lucros que o mercado estava aguardando. Por isso, os gestores preferem sacrificar valores econômicos de longo prazo, como por exemplo, deixar de iniciar um novo projeto de investimento, para conseguir atingir as expectativas do analista, evitando assim, turbulências de curto prazo. Os autores ainda explicam que preocupação dos gestores não é apenas em atingir a meta de lucro, mas como atingir a meta de lucro. Cerca de 97% dos CFO's entrevistados alegam que preferem utilizar práticas de gerenciamento de resultado que torne o lucro mais suaves do que muito volátil, pois na visão dos gestores, quando se utiliza práticas de *income smoothing* as empresas são percebidas pelo mercado como menos arriscadas.

A utilização da suavização de resultados como forma de evitar surpresa negativa ou gerar uma surpresa positiva é uma prática interessante por parte dos gestores, pois permite alterar a percepção dos investidores sem chamar muita atenção. A preferência por essa técnica está pautada no argumento de que o mercado não reage bem a lucros voláteis, ou seja, os investidores avaliam negativamente as empresas que não apresentam segurança no retorno do capital investido. Por isso, suavizar a volatilidade do lucro é uma forma de diminuir a percepção do investidor sobre o risco da empresa, o que por sua vez, possibilita o mercado avaliar com maior precisão as estimativas dos níveis de fluxo de caixa futuro (Trueman & Titman, 1988).

Sobre esta perspectiva, ainda é possível considerar o fator reputação. Para Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) as companhias buscam construir uma

reputação, sendo a consistência e credibilidade elementos essenciais para a formação da reputação. Por isso, é possível acreditar que os gestores utilizem de escolhas contábeis para conseguir melhorar sua reputação no mercado de capitais, tendo em vista, que os investidores valorizarão companhias que divulguem lucros tênues, ao invés, de resultados com grandes flutuações.

Contudo, a ação do gestor em suavizar o lucro líquido pode ser vista sobre diferentes ângulos, isto porque, a literatura não evidencia de forma clara se o gerenciamento de resultado é algo bom ou ruim. Sob a perspectiva da eficiência, o gestor poderia utilizar o gerenciamento de resultados como uma forma de melhorar o canal de comunicação entre a empresa e seus investidores, isso porque, o gestor poderia por meio dos *accruals* transmitir informações internas que os *shareholders* ainda não possuíam (Gabriel, 2018). Por outro lado, sob a perspectiva oportunista, o gestor poderia estar interessado em utilizar as escolhas contábeis para induzir o investidor a erros.

Independente da intenção do gestor em utilizar o gerenciamento de resultado, as pesquisas apontam que as companhias podem conseguir benefícios ao utilizar desta estratégia. Quanto mais agressiva for a suavização de resultado maior será a chance e a companhia obter uma melhor classificação de risco pelas agências internacionais como as Fitch, Moody's ou S&P. As companhias que recebem as melhores notas de risco de crédito são as que apresentam maiores níveis de suavização de resultado. E ainda, há indícios que as agências de crédito podem estar sendo omissas em suas análises por não considerar a ação oportunista do gestor (Martinez & Castro, 2011).

Pesquisas internacionais mostram que alguns tipos de investidores são capazes de perceber o comportamento oportunista do gestor e acabam por inserir essa variável em seus modelos de precificação de ativos. Para Liu (2018) os investidores apresentam níveis diferenciados de sofisticação, como exemplo tem-se os investidores individuais e institucionais. Em comparação com os individuais, os investidores institucionais possuem recursos mais sofisticados podendo coletar e processar informações de forma mais completa e com maiores níveis de profundidade sobre os demonstrativos financeiros, o que permite a estes investidores capacidades superiores em identificar o gerenciamento de resultados. Balsam, Bartov e Marquardt (2002) examinaram os retornos das ações americanas antes da divulgação do relatório 10-Q. Este relatório contém informações extras sobre o desempenho da

empresa que normalmente, não estão contemplados no momento da divulgação dos lucros trimestrais, e por isso, muitos investidores não conseguem determinar os componentes dos *accruals* discricionários até que o relatório 10-Q seja apresentado. A pesquisa evidenciou que há relação inversa entre os *accruals* discricionários inesperados e o retorno anormal das ações antes da apresentação do relatório 10-Q, mas o *timing* dessa relação depende do tipo de investidor existente no quadro social da companhia, sendo os investidores institucionais aqueles que incorporam de maneira mais eficiente as informações sobre o lucro.

O eixo central deste trabalho está pautado no argumento de que os *accruals* podem não estar transmitindo informações particulares da companhia, isto é, a subjetividade das normas contábeis possibilita práticas de *income smoothing* com o intuito de gerar uma surpresa positiva de lucros, tendo em vista a preocupação da companhia caso os *benchmarks* não sejam alcançados (Graham et al., 2005; Lento et al., 2016; G. A. S. F. d. Lima et al., 2018; Liu, 2018; Martins et al., 2019). A consequência desta ação deve impactar diretamente na avaliação patrimonial da companhia pelos investidores. Para Xie (2001) a falta de acesso à persistência desses *accruals* é fator que guia os investidores a cometerem erros na precificação de ativos e cria oportunidades para retornos anormais. Uma das possíveis explicações é de que o investidor não seja hábil para reconhecer que a surpresa no lucro é proveniente de atos oportunistas do gestor e devido à baixa sofisticação financeira.

Para Hirshleifer et al. (2012) a limitada capacidade do investidor em processar e precificar de forma correta os *accruals* do lucro é uma explicação para o atraso da revisão dos preços das ações. Isto significa, que muitos dos investidores e usuários da informação contábil por falta de habilidade e maior competência acreditam no lucro divulgado sem se atentar com os processos utilizados para sua mensuração. No entanto, os resultados desta relação ainda permanecem incertos, pois as pesquisas anteriores não convergem para um resultado comum sobre a capacidade dos investidores em discernir sobre o impacto das práticas de gerenciamento para atender ou superar as expectativas dos analistas. Com base no contexto acima apresentado, a questão de pesquisa a ser respondida neste artigo é a seguinte: **qual é o efeito moderador da suavização de resultados sobre a relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto com alta concentração de investidores institucionais?**

Doyle, Jennings e Soliman (2013) encontraram evidências de que os gestores definem oportunisticamente o lucro por meio de itens que não estão totalmente alinhados com os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos da Contabilidade “Non-GAAP” para exceder as previsões dos analistas. Apontam que as empresas que atenderam ou superam a expectativa de lucro dos analistas apresentaram coeficientes significativamente menores de resposta ao lucro, denotando que o mercado é parcialmente eficiente em identificar e penalizar as firmas que alcançam benchmarks de lucro por meio do uso de exclusões “non-GAAP”.

Lento et al. (2016) analisaram os retornos anormais das companhias na data do anúncio dos resultados trimestrais e a relação com o gerenciamento de resultado, focando a natureza do gerenciamento de resultado (oportunista ou informativo) e como o mercado reage quando as empresas alcançam ou superam as expectativas dos analistas. Constataram que o gerenciamento de resultado em sua natureza informativa, alcançaram um Retorno Acumulado da Carteira (CAR) 1,51% maior quando comparado as empresas com o mesmo grau de gerenciamento na versão oportunista. Companhias com altos níveis de *accruals* discricionários recebem um retorno anormal maior à medida que o sinal do gerenciamento de resultado informativo se torna mais forte.

O cenário brasileiro ainda demanda de maiores discussões sobre o assunto, primeiro porque pouco se sabe o impacto que os investidores institucionais podem ter sobre as companhias, tanto em nível de monitoramento sobre as práticas oportunistas dos gestores, como na habilidade em processar a surpresa nos lucros e precificar as ações de maneira correta. O mercado brasileiro possui particularidades no funcionamento e estrutura propriedade das companhias. Conforme evidenciado por Pimentel (2015) é preciso levar em consideração que o Brasil possui altos índices de ações em posse de poucas companhias, baixa liquidez das ações em grande parte das companhias e elevada volatilidade das ações por conta dos movimentos especulativos, bem como forte concentração de investimento na posse de um único acionista majoritário. Tais características podem interferir na eficiência do mercado de ação brasileiro e apresentar resultados diferenciados em relação ao cenário internacional.

Cabe ressaltar, que por vezes o foco das pesquisas internacionais e nacionais estão basicamente voltados na resposta do mercado acerca das anomalias dos *accruals*, isto é, buscam analisar o atraso na revisão dos preços diante da magnitude

dos accruals do lucro (G. A. S. F. d. Lima et al., 2018; Martins et al., 2019). Nesta pesquisa a ênfase recai sobre um outro tipo de anomalia que pode distorcer ou provocar uma má precificação do valor das ações, que é a surpresa nos lucros. Martinez (2006) evidenciou a significância estatística entre a surpresa nos lucros e o retorno anormal. A conclusão foi de que para as surpresas negativas, o mercado responde antecipadamente, isto é, retornos anormais negativos nos períodos que antecedem o anúncio. Enquanto para as surpresas positivas inicia-se um processo de retornos anormais positivos posteriormente ao anúncio dos resultados. Com base nesses achados, procura-se melhor compreender se existe outros elementos que influenciem a relação surpresa-retorno, por isso, agrega-se a suavização de resultado e os investidores institucionais como variáveis moderadoras dessa relação.

Em relação aos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa, inicialmente emprega-se um estudo de eventos para capturar o retorno anormal das ações quando o lucro trimestral de cada companhia é divulgado. Posteriormente, por meio de regressão verifica-se o relacionamento da surpresa nos lucros sobre os retornos anormais, bem como a influência da suavização de resultado e investidores institucionais sobre essa relação. A suavização de resultado foi mensurada pelo método de Kolozsvari e Macedo (2016). Trata-se de uma adaptação das métricas EM1 e EM2 de Leuz et al. (2003) para inferir quais companhias são classificadas como suavizadoras ou não, uma vez que na versão original as métricas são empregadas de forma agregada no contexto de países. Além disso, esta pesquisa conta com uma coleta mais profunda da participação dos investidores institucionais, pois se consegue por meio da base de dados da Thomson Reuters® um detalhamento maior da participação e identidade dos investidores em comparação ao divulgado pela CVM.

4.2 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE

Os analistas de mercado coletam e consolidam informações públicas das companhias e exprimem suas impressões aos seus clientes em forma de relatórios, recomendações de compra, venda e manutenção de ações (Byun, Hwang, & Lee, 2011; Dalmácio, Lopes, Rezende, & Sarlo Neto, 2013; G. A. S. F. d. Lima et al., 2018; Schipper, 1991). Essa complexa tarefa exercida pelos analistas os coloca como “balizadores de mercado”, isto é, suas análises sobre a situação financeira da companhia são consideradas uma *proxy* da expectativa do mercado. O mercado de

capitais reage de forma negativa quando as companhias não conseguem atingir as previsões dos analistas, como por exemplo, a expectativa de lucros trimestrais. Por outro lado, quando os resultados são superiores aos previstos pelos analistas, o mercado responde positivamente a este anúncio provocando reflexos diretos no preço e retorno das ações (Alwathnani et al., 2017; Galdi & Lima, 2016; Jones et al., 1984; Latané & Jones, 1977; Martinez, 2006; Paulo et al., 2013; Pimentel, 2015; Vaz, 2016).

Os executivos financeiros mencionam que os dois *benchmarks* de lucro são preponderantes: a comparação dos lucros trimestrais atuais com o mesmo período do ano anterior e o consenso das estimativas de lucros dos analistas Graham et al. (2005). Ao atingir esses *benchmarks* de lucro a companhia constrói credibilidade junto ao mercado, bem como, colabora a manter ou aumentar o preço das ações. Esse raciocínio mostra que o mercado está atento as empresas que conseguem superar as expectativas dos analistas. Lopez e Rees (2002) demonstraram que o múltiplo de ganhos é significativamente maior em empresas que superam as previsões dos analistas do que nas companhias que não atingirem. Os resultados apontaram que o coeficiente de resposta ao lucro para empresas que superam as expectativas chega a ser três vezes maior quando comparado as empresas que não cumprem as previsões dos analistas. Ao controlar a magnitude dos lucros inesperados, a reação dos preços das ações ao atingir ou perder as previsões dos analistas dentro de uma janela curta em torno do anúncio dos lucros se aproxima de 0,7% e -0,8%, respectivamente.

Dado o exposto acima, há uma condição muito favorável para atitudes oportunista em torno do lucro contábil. Dechow, Hutton e Sloan (1999) presumem que as empresas estão gerenciando seus resultados contábeis para alcançar (*beat*) as expectativas do mercado. Abarbanell e Lehavy (2003), e Bissessur e Veenman (2016), Dechow, Richardson e Tuna (2003), Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999); Martinez (2006) evidenciaram assimetria em torno de zero na distribuição de frequência das surpresas de lucros, isto é, verifica-se uma grande quantidade de resultados contábeis com pequenos erros positivos de previsão (lucro efetivo > lucro estimado) do que empresas com pequenos erros negativos de previsão (lucro efetivo < lucro estimado). Tais fatos, sugerem tendência sistemática das companhias em “atingir ou vencer” as previsões dos analistas do que meramente não alcançar as expectativas.

A explicação para estas evidências é de que os gerentes estão dispostos a fazer sacrifícios em valor econômico para atender às expectativas de lucros de

analistas, com o intuito de evitar uma reação severa do mercado por não atingir a expectativa dos analistas. A preocupação dos gestores em transmitir ao mercado imagem positiva da companhia é tão excessiva que mais de 80% dos CFO's entrevistados na pesquisa de Graham et al. (2005) temem que o não cumprimento dos *benchmarks* de lucro transpareça que a companhia esteja passando por uma incerteza em sua perspectiva futura. Ademais, a pesquisa mostrou que 60% dos CFO's acreditam que os *outsiders* possam pensar que a empresa está com problemas profundos ainda não revelados ao mercado. Um possível mecanismo utilizado pelos gestores para evitar surpresas negativas é por meio do gerenciamento de resultado via *accruals* discricionários, isto é, os lucros divulgados são suavizados por meio de estimativas e julgamentos contábeis.

Contudo, um agente no mercado de capitais hábil o suficiente em analisar os componentes do lucro e menos sensível aos erros de precificação referente a surpresa-retorno são os investidores institucionais. Bartov et al. (2000) explica que os investidores sofisticados conseguem acumular e avaliar informações públicas de forma diferente dos investidores menos sofisticados. Esse último, não é capaz realizar uma análise perspicaz sobre as demonstrações financeiras e acabam recorrendo e confiando em fontes secundárias, como a imprensa financeira.

Ke e Petroni (2004) denotam que investidores institucionais transitórios conseguem prever a queda iminente de uma sequência contínua de aumentos consecutivos de lucros e vendem seus ativos antes da subsequente queda de preços. No entanto, esse argumento não é absoluto. Sen (2009) estudou a relação entre a anomalia da surpresa de lucros e o nível de propriedade de investidores institucionais sofisticados, os resultados relevaram que embora a surpresa nos lucros seja mal avaliada pelo mercado, o nível de propriedade dos investidores transitórios não atenua esse efeito. Liu (2018) investigou mercado acionário chinês e conclui que companhias que apresentam em seu quadro social investidores mais sofisticados vendem ações antes das notícias negativas e compram ações antes de boas notícias; investidores compram intensivamente ações com o menor nível de gerenciamento de resultados e maiores surpresas de lucros durante o período de pré-evento. Assim, investidores institucionais negociam na direção que é consistente com a surpresa nos lucros antes do anúncio dos resultados, enquanto os investidores individuais negociam na direção oposta. Ou seja, investidores sofisticados podem usar informações dos *accruals* para precificar o gerenciamento de resultados com mais precisão antes dos anúncios de

resultados. Martins et al. (2019) apontaram existência de anomalia dos *accruals* provocadas por erro de precificação do mercado indicando que existe um mal apreçamento dos *accruals* discricionários de empresas com baixo monitoramento e que investidores institucionais podem reduzir os incentivos de escolhas contábeis por parte dos gestores.

Os gestores são motivados a alcançarem ou superarem os *benchmarks* de lucros para: a) construir credibilidade no mercado de capitais; (b) manter ou aumentar o preço das ações; (c) melhorar a reputação externa da equipe de gestão; e (d) transmitir perspectivas futuras de crescimento. Por outro lado, as consequências de não atingir essas previsões podem ser desastrosas, pois na visão dos gestores não superar as previsões de lucro podem transmitir ao mercado um sinal de incerteza sobre as perspectivas futuras da companhia e problemas ocultos. Além disso, os gestores não estão dispostos a perder tempo justificando aos acionistas os principais motivos que levaram a companhia não bater a previsão de lucro (Graham et al., 2005). Por isso, uma das alternativas para evitar essas pressões e não criar uma reação negativa que reflita no preço das ações são práticas de suavização de resultado.

Partindo de uma escolha contábil discricionária para atingir um determinado objetivo, que no caso é a previsão de lucro dos analistas, os gestores em um cenário de lucro corrente ruim podem se apropriar dos lucros futuros para salvar a imagem atual da companhia. Dessa forma, é razoável acreditar, que estes investidores irão punir as companhias por este comportamento manipulador, por isso, tem-se a seguinte hipótese: **surpresas positivas de lucro com indicativo de suavização de resultados influenciam negativamente os retornos anormais das ações com alta concentração de investidores institucionais.**

4.3 METODOLOGIA

A partir de uma abordagem quantitativa será possível fornecer evidências para o exame da hipótese desenvolvida.

4.3.1 População e Amostra

A população alvo da pesquisa são as companhias de capital aberto, exceto as do setor financeiro, que apresentaram ações negociadas na B3 Brasil, Bolsa, Balcão entre os trimestres de 2010 a 2018. Para definição do período do estudo levou-se em consideração à adoção das IFRS (*International Financial Reporting Standards*) que para as companhias brasileiras ocorreu em 2010. Além disso, o emprego de períodos anteriores a 2010 poderia causar danos de difícil controle na apuração do lucro contábil, tendo em vista as mudanças normativas com a convergência das IFRS.

A composição da amostra parte da perspectiva de um painel com dados trimestrais desbalanceado. O fato das companhias brasileiras serem obrigadas a divulgar seus demonstrativos contábeis de forma trimestral (Instrução CVM nº 202/93) possibilita que os gestores possam usar seu poder de discricionariedade sobre os números contábeis de forma mais recorrente, por outro lado, o mercado tem a possibilidade de acompanhar com maior detalhe e frequência a situação econômico-financeira das companhias.

O período do estudo perfaz 33 trimestres, visto que a coleta de dados foi realizada em janeiro 2019 e nesta época não havia sido disponibilizado o resultado do último trimestre de 2018, além disso, para algumas variáveis fez necessário o cálculo do desvio-padrão, bem como a defasagem do período anterior, por isso, o período da base de dados inicia-se no segundo trimestre de 2010 e encerra-se no terceiro trimestre de 2018. Os dados financeiros e da estrutura de propriedade que compõem as variáveis da pesquisa foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters®. No entanto, não foi possível localizar informações completas para cada companhia ao longo de todos os trimestres, por isso, constitui-se um estudo de painel desbalanceado. O recorte populacional para definição da amostra de pesquisa partiu de um universo com 312 companhias não financeira listadas na B3, posteriormente foram excluídas as companhias que não apresentaram dados completos para o cálculo das variáveis, o que por sua vez, resultou em uma amostra final de 118 companhias e 2264 observações.

4.3.2 Variável Independente: surpresa nos lucros

A surpresa nos lucros foi computada pela diferença entre o Lucro por ação real (divulgado pela companhia) e o Lucro por ação previsto (último consenso dos analistas à data de divulgação dos lucros). A métrica foi coletada trimestralmente pela base de dados da Thomson Reuters®. A partir dos resultados é possível classificar as surpresas em positivas e negativas. Surpresa positiva ocorre quando o resultado apresentar valor positivo, isto é, quando o resultado contábil da companhia for superior ao esperado pelos analistas. Por outro lado, quando o resultado do trimestre for menor que esperado pelos analistas, a surpresa é negativa. Para efeito de análise, criou-se a variável dicotômica SURP_D, na qual as companhias que no trimestre apresentaram surpresa positiva serão classificadas com 1, se negativas, com 0.

4.3.3 Variável Moderadora: suavização de resultados

Empregam-se as métricas EM1 e EM2 de gerenciamento de resultados proposta por Leuz et al. (2003). A métrica EM1 tem o propósito de capturar a suavização de resultado por meio de ajustes contábeis. Na Equação 12 a suavização ocorre quando o gestor tenta reduzir a variabilidade do lucro divulgado por meio de *accruals*. De forma prática, a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional é consequência dos *accruals*, por isso, há indícios de que a suavização de resultado ocorre quando a variabilidade do lucro operacional é menor que a variabilidade do fluxo de caixa operacional. Nesse sentido, quanto menor o valor encontrado pela métrica, maiores são os níveis de suavização.

$$EM1 = \sigma(LO/A_{-1})/\sigma(FCO/A_{-1}) \quad (12)$$

A suavização de resultado por meio da métrica EM1 é obtida pela razão do desvio-padrão do Lucro Operacional (LO), também chamado de EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) e pelo desvio-padrão do Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Ambas variáveis foram divididas pelo Ativo Total do período anterior (A_{-1}) e coletadas de forma direta pelos demonstrativos contábeis divulgados trimestralmente pelas companhias.

A métrica EM2 assumi que gestores podem utilizar escolhas contábeis para atenuar os impactos econômicos ao fluxo de caixa operacional, como acelerar o reconhecimento de algum tipo de receita, postergar custos. Assim, a companhia tem a possibilidade de esconder seu verdadeiro desempenho econômico contribuindo em determinado trimestre para preservar sua imagem e evitar que este resultado tenha peso negativo no mercado de capitais. Esse mecanismo possibilita que gestores utilizem a discricionariedade dos *accruals* contábeis para amortizar os choques do fluxo de caixa. Correlação negativa entre os *accruals* e o fluxo de caixa é algo que naturalmente se espera como resultado, uma vez que, os *accruals* são tratados com a diferença entre o lucro líquido e fluxo de caixa operacional, isto é, acumulam de forma temporária valores de resultado que serão revertidos em caixa em outro momento. No entanto, em contexto de oportunismo, quanto maior a magnitude da correlação entre lucro líquido e fluxo de caixa operacional, maiores são as chances de suavização de resultado. Assim, tem-se:

$$EM2 = r_s(\Delta(AT/A_{-1}), \Delta(FCO/A_{-1})) \quad (13)$$

A métrica EM2 é obtida pela correlação de *Spearman* (r_s) das variações dos Accruals Totais (AT) e Fluxo de Caixa Operacional (FCO). Ambas variáveis são divididas pelo Ativo Total do período anterior (A_{-1}). A mensuração da variável AT foi realizada pela abordagem do fluxo de caixa, em que os accruals totais são calculados pela diferença entre o lucro antes dos itens extraordinários e o fluxo de caixa operacional.

Para caracterização das companhias que suavizaram resultado, optou-se por seguir os passos de Kolozsvari e Macedo (2016). Os autores adicionaram testes estatísticos para classificar as empresas entre suavizadoras e não suavizadoras, de forma a associar a suavização de resultado diretamente por empresa, pois na modelagem original de Leuz et al. (2003) a suavização de resultado é tratada em nível de mercado, isto é, as métricas são calculadas baseadas em grupos previamente determinados e comparadas entre esses grupos, como por exemplo países ou setores.

Kolozsvari e Macedo (2016) identificam as companhias suavizadoras de resultados pela métrica EM1 usando dois critérios: (i) se a razão do desvio-padrão dos lucros operacionais e do desvio-padrão dos fluxos de caixa operacionais for

menor que a unidade, ou seja, menor que 1; e (ii) se a metade do valor p do teste F for menor que 0,05, pelo nível de significância estipulado. Dessa forma, apura-se por meio do teste F a probabilidade de que as variações do lucro operacional (matriz 1) e do fluxo de caixa operacional (matriz 2) não sejam significativamente diferentes. O fato de se tratar de um teste bicaudal e tendo como interesse analisar se as variâncias dos lucros operacionais são estatisticamente menores que a variâncias dos fluxos de caixa operacional, utiliza-se a metade dos p-valores resultantes, em detrimento do valor integral.

Para identificar a presença de suavização de resultados pela métrica EM2, os critérios são: (i) a correlação de *Spearman* deve ser estatisticamente negativa e inferior a zero; (ii) o valor absoluto da correlação deve ser maior que r crítico, ou seja, compara-se os valores absolutos da correlação de *Spearman* das variações de *accruals* e de fluxos de caixa operacionais entre os anos de 2010 e 2018, com o valor absoluto mínimo para o coeficiente de correlação “r crítico” de *Spearman*, obtido para 33 pares de observações e um nível de significância de 0,05 unilateral.

Utilizando esses procedimentos, a determinação das práticas de suavização de resultado emprega técnicas mais robustas e permite o uso de variáveis binárias. Nos casos em que os resultados da métrica EM1 apresentarem Lucros Operacionais estatisticamente inferior ao dos Fluxos de Caixa Operacionais a companhia é classificada como suavizadora de resultados. Ao mesmo tempo, caso a correlação entre as variações dos *accruals* totais e fluxo de caixa apresentem valores estatisticamente menores que zero, se tem o indicativo de suavização de resultado pela métrica EM2.

No momento dessas classificações podem surgir casos indefinidos, por exemplo, determinada companhia apresenta um resultado de EM1 menor que 1, porém o teste F não foi significativo, neste caso, a companhia será absorvida pelo grupo sem presença de suavização. Segundo Kolozsvari e Macedo (2016) essa é uma limitação da métrica, porém trata-se de uma postura conservadora.

Por fim, as duas métricas são apuradas em conjunto criando a variável dicotômica “SUAV”, que se trata da variável de interesse da pesquisa. São consideradas companhias com presença de suavização de resultados apenas aquelas que estão classificadas em ambas as métricas como suavizadoras. Portanto, SUAV será uma variável binária com valor 1, se $EM1 < 1$ e $EM2 < 0$, caso contrário, se $EM1 \geq 1$ ou $EM2 \geq 0$, a variável SUAV assumirá valor 0.

Uma variável moderadora possui efeito moderador, se a relação entre duas ou mais variáveis, X e Y, apresentar variação em função dos níveis da moderação (Vieira, 2009). Dessa forma, existe uma moderação, quando a nova variável oriunda da multiplicação entre a variável independente (SURP_D) e da variável moderadora (SUAV) for significativa na equação da regressão.

4.3.4 Variável Moderadora: Investidores Institucionais

Para esta pesquisa, um investidor é considerado institucional quando se tratar de um acionista que atua com ativos sob gestão (*Assets Under Management - AUM*). Na plataforma Thomson Reuters® essa classificação é denominada “Investment Managers”, trata-se de investidores institucionais (*buy side*) que estão na ponta compradora, tendo poder discricionário sob os ativos em gestão tanto nas decisões de compra como venda. Neste grupo de investidores estão: *Bank and Trust; Foundation; Hedge Fund; Investment Advisor; Insurance Company; Pension Fund; Private Equity; Venture Capital; Investment Advisor/Hedge Fund e Sovereign Wealth Fund*.

A base Thomson Reuters® dispõe de uma série histórica trimestral da quantidade de ações ordinárias por investidor e não apenas dos principais acionista como é comumente relatado nos formulários de referências divulgados na CVM. Esses dados se tornam muito mais completos, pois além das informações publicadas pela companhia referente a composição de sua estrutura de propriedade, a base compila dados divulgados pelos próprios investidores.

Assim, é possível determinar em cada companhia a concentração de propriedade de cada investidor, bem como sua identidade. A forma de capturar o investidor institucional é por meio da variável “INST” que corresponde a razão da participação de ações ordinárias que os investidores institucionais detêm sobre as ações ordinárias da companhia. Trata-se de uma variável com valor de 0 a 1, sendo 0 a inexistência de participação desse tipo de investidor na companhia e 1 a totalidade de ações ordinárias está em posse destes investidores. Após cada companhia receber o valor da respectiva concentração de propriedade institucional houve a realização do cálculo da mediana de forma a segregar a amostra em dois grupos: alta e baixa concentração de investidores institucionais.

4.3.5 Variável Dependente: retornos anormais

Utiliza-se o retorno anormal como forma de capturar a reação do mercado frente a surpresa nos lucros, sendo o método de “estudo de eventos” a ferramenta utilizada para verificar o impacto dos anúncios do lucro sobre a valoração de ações. Para operacionalização deste método seguiu-se algumas indicações propostas por (Barros et al., 2019; Champbell et al., 1997; G. A. S. F. d. Lima et al., 2008; Martinez, 2006; Paulo et al., 2013; Schimmer et al., 2015), sendo o cálculo do retorno anormal realizado pelo Aplicativo *Eventstudytools*, o qual se refere um WEB APIs que fundamenta-se em um processo de automatização da extração das informações divulgadas ao mercado e na combinação de dados.

Para definição do Evento e Seleção dos Ativos, o ponto de partida foi a divulgação dos lucros/prejuízos em cada trimestre. Assim, a data que cada companhia divulgou seu demonstrativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) se denominou de “Data Zero”. Cabe ressaltar que a data zero não é a mesma para todas as companhias, pois existe um prazo de até 45 dias após o encerramento do trimestre para as companhias divulgarem seus relatórios (Instrução CVM nº 480/09).

A Janela de Eventos se iniciou 3 dias antes da divulgação do lucro/prejuízo e se prolongou por mais 3 dias. Embora MacKinlay (1997) comente que há um componente subjetivo na definição do número de dias da Janela de Eventos, Benninga e Czaczkes (2008) argumentam que a parte significativa dos estudos recentes consideram Janelas de 3, 5 e 10 dias ao redor da data zero.

Os exames dos retornos diários observados, retornos diários esperados e retornos diários anormais ocorreram a partir das cotações de preços diários. Deve-se observar que os preços utilizados para determinação do retorno observado foi o preço de fechamento do dia ajustado a desdobramentos (*Splits*) e grupamentos (*Inplits*) e ao pagamento de dividendos. Cabe ressaltar que o critério para seleção das companhias a serem analisadas teve como base a disponibilidade de dados, sendo utilizadas apenas as séries de preços das ações ordinárias (ON).

Para determinar os retornos diários, primeiramente se estabelece a Janela de estimação. De acordo com Benninga e Czaczkes (2008), a Janela de Estimação é uma série temporal utilizada para calcular o comportamento “normal” dos retornos diários dos preços das ações da empresa em análise. A nomenclatura “normal” se dá pelo fato de seu valor ser construído durante período em que o evento em estudo

ainda não ocorreu, isto é, antes da data zero. Nesse trabalho, a Janela de Estimação compreendeu 493 observações, sendo o início dessa janela na 504^a observação anterior à data zero e a última observação da janela de estimação na 11^a observação anterior à data zero. O cálculo da janela de estimação foi construído tendo como base a determinação dos retornos diários observados, quais sejam: (i) retorno diário das ações (R_i) na forma de capitalização contínua; e (ii) retorno diário do mercado representado pelo Ibovespa (R_{mt}) também em capitalização contínua, determinados conforme a seguir:

$$R_i = \ln(P_t/P_{t-1}) \quad (14)$$

$$R_{mt} = \ln(C_t/C_{t-1}) \quad (15)$$

Em que,

P_t é o preço da ação no momento t ;

P_{t-1} é o preço da ação no momento $t-1$;

C_t é a cotação da Carteira de Mercado no momento t (Ibovespa);

C_{t-1} é a cotação da Carteira de Mercado no momento $t-1$ (Ibovespa);

\ln representa a forma logarítmica utilizada para determinação dos retornos diários.

A estimação ocorreu por meio da aplicação de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) na forma de uma regressão linear simples comumente denominada de Modelo de Mercado, a qual tem a seguinte configuração:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i \quad (16)$$

Os parâmetros α e β são usados para a determinação dos retornos diários esperados e retornos diários anormais. Dessa forma, os retornos diários esperados são os retornos que seriam produzidos pelo ativo em questão a partir dos parâmetros α e β estimados e a partir dos retornos diários de mercado observados dentro da Janela de Eventos. Os retornos esperados são operacionalizados conforme a seguir:

$$E(R_i | R_m) = \alpha_i + \beta_i R_m \quad (17)$$

Os retornos diários anormais representam a diferença entre os retornos diários observados dados por R_i e os retornos diários esperados determinados por $E(R_i | R_m)$. Assim, operacionalizaram-se os retornos diários anormais (AR_i) conforme

equação abaixo. Portanto, o retorno diário anormal (AR_i) representa um excedente positivo ou negativo.

$$AR_i = \ln(P_t/P_{t-1}) - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (18)$$

Em relação aos procedimentos para estimação do Retorno diário anormal e Retorno anormal acumulado utilizaram-se os seguintes procedimentos: O retorno diário anormal foi determinado pela diferença entre o retorno diário observado e o retorno diário esperado (Equação 19). Já os retornos anormais acumulados são representados pela soma dos retornos anormais diários em períodos contínuos contidos na Janela de Eventos (Equação 20).

$$AR_i = R_i - E(R_i | R_m) \quad (19)$$

$$CAR_{i(t1, t2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_i \quad (20)$$

O $CAR_{i(t1, t2)}$ representa o retorno anormal acumulado do ativo em análise levando em consideração a extensão de dias a partir do primeiro (t_1) até o último dia (t_2) analisado. Por fim, os valores da estimação de AR_i e $CAR_{i(t1, t2)}$ é o que determina a variável dependente desta pesquisa, pois será com base nos retornos anormais que se verificará como o mercado reage à surpresa nos lucros.

Vale ressaltar, que dentre as inúmeras composições de retornos anormais acumulados existentes ao redor do evento foi escolhido para fins de operacionalização da pesquisa, quatro métricas: i) $AR[0]$ corresponde ao retorno anormal no dia da divulgação do lucro; ii) $CAR[0;+3]$ corresponde ao retorno anormal acumulado após a divulgação do lucro; iii) $CAR[-3;+3]$ corresponde ao retorno anormal acumulado dos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como os três dias posteriores; iv) $CAR[-3;-1]$ corresponde aos retornos anormais acumulados dos três dias que antecedem a divulgação do lucro.

4.3.6 Variáveis de Controle

As variáveis de controle foram incluídas nos modelos de regressão com intuito de buscar intervenientes dos retornos anormais. No Quadro 5 são apresentadas as variáveis, formas de cálculo e as referências de tais métricas.

Quadro 5 - Definição das variáveis de controle

Variável	Notação	Forma de Cálculo	Estudos Anteriores
Dificuldade Financeira	ZALT	$3,3x_1 + 0,999x_2 + 0,6x_3 + 1,2x_4 + 1,4x_4$	(Altman, 1968; Coelho et al., 2017; Howe & Houston, 2016; Li et al., 2017; Rosner, 2003; Shahwan, 2015)
Grau de Alavancagem	ALAV	Passivo Total dividido pelo Patrimônio Líquido	(Barth et al., 2008; Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Tamanho	LNAT	Logaritmo natural dos Ativos Totais	(Klann & Beuren, 2015; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Retorno sobre os Ativos	ROA	Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total	(Gao & Zhang, 2015; González & García-Meca, 2014; Ribeiro & Colauto, 2016; Rodrigues et al., 2019)
Market-to-Book	MTB	Valor de mercado das ações dividido valor contábil do patrimônio líquido	(Cho et al., 2019; Gao & Zhang, 2015; Lento et al., 2016; Potin et al., 2016)
Idade	IDA	Anos de fundação	(Bradshaw et al., 2012; Cho et al., 2019; Dickinson, 2011; A. S. d. Lima et al., 2015)

Nota. $x_1 = \text{EBIT} \div \text{Total Assets}$; $x_2 = \text{Net Revenue} \div \text{Total Assets}$; $x_3 = \text{Market Value of Equity} \div \text{Total Liabilities}$; $x_4 = \text{Working Capital} \div \text{Total Assets}$; $x_5 = \text{Retained Equity} \div \text{Total Assets}$

4.3.7 Procedimentos para Análise Inferencial

Para verificar se os investidores institucionais e a suavização de resultados são elementos que moderam a relação surpresa nos lucros e o retorno anormal, optou-se pelo seguinte delineamento: segregou-se a amostra pela concentração de investidores institucionais, isto é, com base na mediana da variável “INST” dividiu-se a amostra em alto e baixo. Posteriormente analisou-se a relação entre surpresas positivas do lucro e os retornos anormais moderada pela suavização de resultados em cada amostra de alta e baixa concentração de investidor institucional. As equações 21 e 22 denotam a operacionalização dos modelos:

$$\begin{aligned}
 RA_{it}^{AltoInst} = & \beta_0 + \beta_1 SURP_D_{it} + \beta_2 SUAV_i + \beta_3 SURP_D_{it} * SUAV_{it} + \beta_4 ZALT_{it} \\
 & + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 IDA_{it} + Setor_i \\
 & + Trim_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{21}$$

$$\begin{aligned}
 RA_{it}^{BaixoInst} = & \beta_0 + \beta_1 SURP_D_{it} + \beta_2 SUAV_i + \beta_3 SURP_D_{it} * SUAV_{it} + \beta_4 ZALT_{it} \\
 & + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 LNAT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 IDA_{it} + Setor_i \\
 & + Trim_i + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{22}$$

Em que:

AR_{it} corresponde as métricas de retornos anormais: $AR[0]$, $CAR[0;+3]$, $CAR[-3;+3]$ e $CAR[-3;-1]$ das ações da companhia i no período t ; $AR[0]$ corresponde aos retornos anormais no dia da divulgação do lucro; $CAR[0;+3]$ corresponde aos retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; $CAR[-3;+3]$ corresponde aos retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; $CAR[-3;-1]$ corresponde aos retorno anormais acumulados apenas dos três dias que antecedem a divulgação do lucro;

$AltoInst$ = corresponde a subamostra de companhias que apresentam alta concentração de investidores institucionais;

$BaixoInst$ = corresponde a subamostra de companhias que apresentam baixa concentração de investidores institucionais;

β_0 = Intercepto da equação;

$SURP_D_{it}$ = variável *dummy* da companhia i no período t que assume o valor “1” para surpresa positiva dos lucros e “0” para a surpresa negativa dos lucros;

$SUAV_{it}$ variável *dummy* da companhia i que assume o valor “1” para suavização de resultados e “0” para ausência de suavização de resultados;

$ZALT_{it}$ nível de dificuldade financeira da companhia i no período t ;

$ALAV_{it}$ grau de alavancagem financeira da companhia i no período t ;

$LNAT_{it}$ logaritmo dos ativos totais da companhia i no período t ;

ROA_{it} retorno sobre os ativos totais da companhia i no período t ;

MTB_{it} índice *market-to-book* da companhia i no período t ;

IDA_{it} idade da companhia i no período t ;

$Setor_i$ variáveis *dummy* para controle setorial (2010 a 2018);

$Trim_i$ variável *dummy* para controle de trimestre (2010 a 2018) e

ε_{it} erro do modelo proposto.

A operacionalização das equações 21 e 22 foram realizadas com base nas quatro métricas de retornos anormais propostos: AR[0], CAR[0;+3], CAR[-3;+3] e CAR[-3;-1]. Duas análises são essenciais para compreensão dos resultados. A primeira trata-se do parâmetro β_1 que investiga a relação da surpresa positiva dos lucros em prever os retornos anormais, sendo que para o teste de hipótese espera-se que $\beta_1 > 0$, isto é, uma surpresa positiva dos lucros deve aumentar os retornos anormais, tal como é evidenciado pela literatura (Alwathnani et al., 2017; Ball & Brown, 1968; Galdi & Lima, 2016; Martinez, 2006; Skinner & Sloan, 2002). A segunda e principal análise se refere ao parâmetro da interação entre $SURP_{D_{it}}$ e $SUAV_{it}$. Espera-se que o coeficiente angular β_3 resultante da interação entre essas variáveis seja estatisticamente significativo, isto é, isto é, $\beta_3 \neq 0$.

Acredita-se que a presença da suavização de resultado (variável moderadora) possa afetar a força da relação surpresa positiva dos lucros (variável independente) e retornos anormais (variável dependente), isto é, a surpresa positiva dos lucros perderia sua força em aumentar os retornos anormais quando os lucros destas companhias estivessem suavizados. Além disso, compara-se o parâmetro β_3 entre as subamostra, ou seja, entre as amostras com alta e baixa concentração de investidor institucional e espera-se que este parâmetro apresente um coeficiente ainda menor para a amostra com alta concentração de investidor institucional.

4.3.8 Protocolo de Análise

O protocolo de análise seguiu os procedimentos expressos no Quadro 6.

Quadro 6 - Protocolo de análise

Etapas	Objetivos	Procedimentos	Suporte teórico
1º Pré-condições	Detecção de <i>outliers</i>	Winsorização a 1% no topo e na base dos dados	(Alwathnani et al., 2017; Chiachio & Martinez, 2019; Cho et al., 2018; Gao & Zhang, 2015; Lorencini & Costa, 2012)
2º Estimções	Análise geral das características das companhias da amostra	Estatística Descritiva (média, mediana, desvio padrão, frequência)	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)
3º Estimções	Análise descritiva das variáveis: a) Verificação das diferenças entre grupos.	a) Teste U de Mann-Whitney	(Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011)

4º Pressupostos	Determinação do tipo de painel mais adequado.	Tipo de Painel: Breusch-Pagam	(Baltagi, 2008; Gujarati & Porter, 2011)
5º Validação	Validação das regressões: a) Multicolineariedade; b) Normalidade; c) Heterocedasticidade; d) Autocorrelação; e) Comparar modelos com alta e baixa concentração de INST	a) VIF (variance inflation factors); b) Jarque-Bera; c) Breusch-Pagan/Wald; d) Teste de Wooldridge; e) Teste Likelihood Ratio	(Akinwande et al., 2015; Baltagi, 2008; Fávero & Belfiore, 2017; Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011; Hair et al., 2009; Wooldridge, 2006)
6º Interpretações	Análise dos coeficientes de regressão	Verificação da importância relativa de dos previsores sobre os retornos anormais	-

Fonte: elaborado pelo autor

A especificação do tipo de painel utilizado nessa pesquisa se deteve aos modelos com efeitos Pooled e Aleatórios, não sendo levado em consideração o painel com Efeitos Fixos. Isto porque, o modelo de regressão múltipla com especificação de efeitos fixos exige que as variáveis independentes apresentem variabilidade ao longo do tempo, algo que não ocorre com a variável moderadora suavização de resultados. A métrica utilizada para classificar as companhias como suavizadoras ou não suavizadora de resultados “SUAV” não se altera no decorrer de cada trimestre da amostra, ou seja, uma vez definida como suavizadora de resultados essa condição é imutável no decorrer do estudo.

De acordo com Gujarati e Porter (2011) o uso do painel com efeitos fixos não pode identificar o impacto das variáveis que não mudam ao longo do tempo, sendo que na prática este modelo elimina todos os efeitos dessas variáveis. Diante dessa situação, optou-se por efetuar as estimações por meio de dados agrupados (pooled) e pelos efeitos aleatórios, uma vez que as restrições da variabilidade da variável SUAV não se aplicam nessas estimações. O teste de Breusch-Pagam foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra o *pooled*, a aceitação da hipótese nula implica que o modelo de dados agrupados (pooled) é preferível.

O Likelihood Ratio test ou Teste da Razão de Verossimilhança foi utilizado para avaliar se os coeficientes estimados das variáveis independentes são iguais entre as regressões com alta e baixa concentração de investidores institucionais. Neste caso, estimou-se o modelo completo, isto é, contendo todas as observações (modelo restrito) e, posteriormente apurou-se os modelos com alta e baixa concentração de investidores institucionais (modelos irrestritos), caso o valor do qui-

quadrado do teste seja significativo (p -valor $<0,05$) é constatado que pelo menos um coeficiente se difere entre os modelos.

As análises empíricas do estudo foram realizadas com recurso ao *software* de estatística SPSS 22 e STATA 13. Sendo considerado um nível de significância máximo de 5% em todos os testes de hipóteses.

4.4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção contém as análises e interpretações das estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa. Na sequência são apresentados os testes não paramétricos de diferença de média, na qual compara-se os retornos anormais diante dos efeitos da surpresa nos lucros, suavização de resultados e concentração dos investidores institucionais. Por último, apresenta-se as regressões multivariadas que expõe a discussão do poder de causalidade existente entre as variáveis.

4.4.1 Análise Descritiva

Para determinação das companhias que praticam suavização de resultados contábeis, foram calculados as métricas EM1 e EM2 e os critérios estabelecidos por Kolozsvari e Macedo (2016) de forma a atribuir uma variável binária “SUAV” para as companhias que apontaram a presença de suavização de resultados. O detalhamento das atribuições é apresentado na Tabela 9.

Tabela 9 - Classificação das companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultados contábeis

	EM1		EM2		SUAV - Amostra Combinada	
	Suaviza	Não Suaviza	Suaviza	Não Suaviza	Suaviza	Não Suaviza
Crítérios	EM1 < 1	EM1 ≥ 1	EM2 < 0	EM2 ≥ 0	EM1 < 1 e EM2 < 0	EM1 ≥ 1 ou EM2 ≥ 0
Companhias	67	51	110	8	64	54
Observações	1361	903	2164	100	1329	935
Média	0,4792	1,0569	-0,8276	-0,1695	-	-
Mediana	0,4871	0,9427	-0,8900	-0,2500	-	-
Desvio-Padrão	0,1620	0,3090	0,1615	0,1361	-	-
Teste Mann Whitney	1023***		0,000***		-	-

Nota: **SUAV** representa a variável *dummy* suavização de resultado criada com base em EM1 e EM2. ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Nota-se que mais da metade das companhias analisadas neste estudo foram classificadas como suavizadoras de resultado. Ao analisar de forma individual as métricas, 67 companhias totalizando 1.361 observações suavizaram o resultado por meio de ajustes contábeis. Isto quer dizer que pela métrica EM1 foi possível verificar que 56% da amostra utilizaram os *accruals* contábeis como forma de reduzir a variabilidade dos resultados divulgados no período de 2010 a 2018. Ao comparar a mediana dos coeficientes da métrica EM1 entre os grupos “suaviza” e “não suaviza” o teste de Mann-Whitney ($U=1023$; $p < 0,01$) mostrou que há diferenças significativas entre os grupos.

A métrica EM2 por sua vez, denota ser uma operação com maior caso de suavização de resultados quando comparados com EM1. Cento e dez companhias (93%) da amostra podem estar utilizando a discricionariedade dos procedimentos contábeis para disfarçar impactos aos fluxos de caixa operacional. Os resultados evidenciam que apesar das correlações serem naturalmente negativas há uma forte diferença estatisticamente significativa ($U = 000$; $p < 0,01$) na intensidade dessas correlações. De acordo Lopes e Tukamoto (2007) quanto menor o valor do coeficiente dessa correlação maiores são as chances das companhias estarem manipulando os *accruals* para amortecer os choques econômicos no fluxo de caixa.

Ao combinar EM1 e EM2 buscou-se criar uma variável mais robusta, uma vez que uma métrica complementa a outra, isto é, em ambas as situações a intenção é capturar a possibilidade dos gestores utilizarem *accruals* contábeis de forma a reduzir a variabilidade do lucro, bem como disfarçar dos usuários da informação contábil o baixo desempenho econômico da empresa. Ademais, ao mesclar as duas métricas, Kolozsvari e Macedo (2016) apontam ser possível atenuar os efeitos menos conservadores da métrica EM2. Os resultados demonstram que 64 companhias correspondente a 1.329 observações se enquadraram nestas condições. Na Tabela 10 evidenciam-se as características quantitativas das demais variáveis do estudo.

Tabela 10 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Painel (a)					
Variáveis Quantitativas	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio Padrão
AR[0]	-0,7040	0,2152	-0,0006	-0,0007	0,0317
CAR[0;+3]	-0,3903	0,3624	-0,0030	-0,0010	0,0598
CAR[-3;+3]	-0,4010	0,3850	-0,0027	-0,0024	0,0690
CAR[-3;-1]	-0,2597	0,2236	0,0003	-0,0003	0,0373
INST	0,0017	0,8522	0,3169	0,2570	0,2241
SURP	-17,8667	6,7333	-0,4606	-0,0643	2,6313
ZALT	-0,3112	9,3760	2,4580	1,8888	1,8505
ALAV	0,0267	9,1984	1,2135	0,7560	1,4915
LNAT	20,4957	27,0415	22,8229	22,6864	1,3003
ROA	-0,0508	0,0626	0,0109	0,0104	0,0181
MTB	0,1683	15,9040	2,4258	1,5661	2,5850
IDA	4,0000	99,0000	35,1201	33,000	23,0710

Painel (b)

Surpresa nos Lucros <i>Dummy</i>	Observações		SURP		Estatística U de Mann-Whitney
	Distribuição	%	Média	Mediana	
Surpresa Positiva "1"	927	41%	0,6824	0,2254	0,000***
Surpresa Negativa "0"	1337	59%	-1,2531	-0,3089	

Painel (c)

Concentração de Investidores Institucionais - <i>Dummy</i>	Observações		INST		Estatística U de Mann-Whitney
	Distribuição	%	Média	Mediana	
Alta Concentração "1"	1132	50%	0,4937	0,4434	0,000***
Baixa Concentração "0"	1132	50%	0,1401	0,1410	

Painel (d)

Setores	Observações	Companhias
Serviços do Consumidor	628	32
Serviços de Utilidade Pública	353	17
Bens de Capital	295	18
Alimentação, Bebidas & Tabaco	276	13
Imobiliária	200	11
Materiais	194	10
Equipamentos & Serviços de Saúde	105	5
Serviços de Telecomunicação	79	4
Energia	71	5
Software & Serviços	63	3

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; INST concentração dos investidores institucionais; SURP surpresa nos lucros; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-Book; IDA idade da companhia; ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Nota-se que grande parte das métricas de retornos anormais apresentam médias negativas. Isso quer dizer que a resposta do mercado diante da divulgação dos lucros trimestrais foi desfavorável, sendo a maior perda nos três dias após a data da divulgação do resultado contábil $CAR[0;+3]$, em que os anormais acumulados atingiram o valor de -0,30 pontos percentuais. Ressalta-se que a variável $CAR[-3;-1]$ foi a única entre as variáveis dos retornos anormais que não se apresentou média negativa. Embora a média dos retornos anormais dessa variável seja ligeiramente positiva e sua mediana negativa, a janela de estimação desta variável contemplou apenas os três dias que antecederam a divulgação do resultado contábil, o que por sua vez, tende a demonstrar que o mercado não se antecipou a divulgação do lucro.

Uma possível explicação para a percepção negativa do mercado acerca da divulgação do resultado contábil ocorre com a análise da variável SURP. Percebe-se que a média da surpresa nos lucros foi computada como negativa, isto é, o resultado realizado no trimestre foi menor que o resultado esperado pelos analistas, em média, o resultado contábil se revelou 46% menor do que a estimava dos analistas de mercado. Nesse contexto, tem-se um indicativo da força que a variável surpresa nos lucros apresenta sobre os retornos anormais.

O painel (b) da Tabela 10 utiliza a variável SURP de forma dicotômica, isto é, representa a surpresa de lucro entre positiva e negativa. Os dados evidenciaram que menos da metade (41%) das observações foram compostas por surpresas positivas com resultados contábeis acima dos previstos pelos analistas. Ao analisar as médias de cada uma das surpresas (positiva e negativa), percebe-se que as positivas excedem a previsão dos analistas em 68,24%, enquanto as surpresas negativas ficam aquém das previsões em 125%. Estes dados denotam que as surpresas positivas são menos exacerbadas que as negativas. Tendo em vista que não será possível alcançar os resultados previstos, os gestores podem estar aumentando despesas ou reduzindo receitas com o intuito de criar reservas para serem revertidas e melhorar os resultados futuros (Healy, 1996). O teste de Mann-Whitney ($U=000$; $p<0,01$) apontou para diferenças significativas entre esses dois grupos de surpresa.

Em relação a variável INST é possível identificar que em média, os investidores institucionais representam cerca de 31,69% da estrutura de propriedade das companhias. Este dado reforça uma crescente participação dos investidores institucionais no Brasil, pois conforme apresentado pela pesquisa de González e García-Meca (2014) e Sousa (2017) os investidores institucionais nas companhias

brasileiras aparecem com cerca de 28 e 24 pontos percentuais. Cabe ressaltar, a representatividade dos investidores institucionais no mercado brasileiro, isto porque, em comparação ao estudo de Lel (2019), em nível global, os investidores institucionais não chegaram a ultrapassar a marca de 10% de participação societária.

Para compreender a possível interação existente entre as variáveis da pesquisa, a Tabela 11 retrata o teste não paramétrico de diferença de média para os retornos anormais em suas quatro métricas: $AR[0]$, $CAR[0;+3]$, $CAR[-3;+3]$ e $CAR[-3;-1]$. No painel (a) compreende-se a totalidade das companhias do estudo, o painel (b) compreende-se as companhias com alta concentração de INST e o painel (c) as companhias com baixa concentração de INST.

Tabela 11 - Retornos Anormais segregado pelas características dos resultados

APRESENTAÇÃO DO RESULTADO		Obs	AR[0]		CAR[0,+3]		CAR[-3,+3]		CAR[-3,-1]		
			Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média
SURP +		927	0,193%	0,130%	1,021%	0,930%	1,007%	0,750%	-0,014%	-0,060%	613.392
SURP -		1337	-0,228%	-0,210%	-1,216%	-0,810%	-1,157%	-0,910%	0,059%	-0,010%	502239,5***
SUAV		1329	-0,120%	-0,080%	-0,471%	-0,270%	-0,305%	-0,340%	0,166%	0,120%	611.049
NÃO SUAV		935	0,036%	-0,050%	-0,056%	0,110%	-0,222%	-0,100%	-0,167%	-0,200%	589389**
SURP +	NÃO SUAV	399	0,308%	0,100%	0,932%	1,100%	0,855%	0,790%	-0,077%	-0,210%	105.141
	SUAV	528	0,107%	0,140%	1,089%	0,735%	1,122%	0,740%	0,033%	0,110%	102.940
SURP -	NÃO SUAV	536	-0,166%	-0,125%	-0,791%	-0,615%	-1,024%	-0,880%	-0,233%	-0,170%	210.923
	SUAV	801	-0,269%	-0,230%	-1,500%	-0,890%	-1,246%	-0,910%	0,254%	0,120%	199485**

Painel (b) Alta Concentração de Investidores Institucionais

APRESENTAÇÃO DO RESULTADO		Obs	AR[0]		CAR[0,+3]		CAR[-3,+3]		CAR[-3,-1]		
			Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média
SURP +		459	0,161%	0,130%	0,749%	0,560%	0,591%	0,250%	-0,158%	-0,190%	150.812
SURP -		673	-0,292%	-0,180%	-1,286%	-0,890%	-1,333%	-1,190%	-0,048%	-0,040%	130765***
SUAV		704	-0,214%	-0,100%	-0,632%	-0,395%	-0,591%	-0,545%	0,041%	-0,020%	143.814
NÃO SUAV		428	0,064%	0,000%	-0,179%	-0,150%	-0,491%	-0,590%	-0,312%	-0,265%	148.105
SURP +	NÃO SUAV	177	0,149%	0,100%	0,665%	1,100%	0,473%	0,300%	-0,192%	-0,220%	24.824
	SUAV	282	0,168%	0,135%	0,801%	0,335%	0,665%	0,240%	-0,136%	-0,110%	24.945
SURP -	NÃO SUAV	251	0,005%	-0,010%	-0,774%	-0,860%	-1,171%	-1,370%	-0,397%	-0,280%	52.001
	SUAV	422	-0,469%	-0,255%	-1,590%	-0,900%	-1,430%	-1,045%	0,160%	0,000%	48915,5*

continua...

...continuação

Painel (c) Baixa Concentração de Investidores Institucionais

APRESENTAÇÃO DO RESULTADO	Obs	AR[0]		CAR[0;+3]		CAR[-3;+3]		CAR[-3;-1]			
		Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	U-Mann Whitney	U-Mann Whitney
SURP +	468	0,225%	0,135%	1,289%	1,110%	1,415%	1,260%	0,126%	0,080%		
SURP -	664	-0,162%	-0,210%	-1,145%	-0,675%	-0,978%	-0,780%	0,167%	0,105%	120497***	154.946
SUAV	625	-0,013%	-0,070%	-0,290%	-0,080%	0,017%	-0,090%	0,307%	0,370%	156.955	148619*
NÃO SUAV	507	0,013%	-0,100%	0,048%	0,170%	0,004%	0,070%	-0,044%			
SURP +	222	0,435%	0,105%	1,144%	1,130%	1,159%	0,930%	0,015%	-0,185%	26.500	25.925
SUAV	246	0,036%	0,145%	1,419%	1,090%	1,646%	1,445%	0,226%	0,375%		
NÃO SUAV	285	-0,317%	-0,220%	-0,806%	-0,390%	-0,895%	-0,610%	-0,089%	-0,060%	53.012	50.218
SUAV	379	-0,046%	-0,170%	-1,400%	-0,840%	-1,040%	-0,860%	0,359%	0,340%		

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; CAR[0;+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; INST concentração dos investidores institucionais; SURP+ surpresa positiva dos lucros; SURP- surpresa negativa dos lucros; SUAV variável *dummy* que assume o valor "1" para suavização e "0" para não suavização de resultados;***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%

Por meio do teste U de Mann Whitney foi possível notar que os retornos anormais das ações são sensíveis a surpresa nos lucros. Independentemente de a amostra estar segregada pela concentração do investidor institucional, os retornos anormais são estatisticamente diferentes e significativos entre as surpresas positivas e negativas de lucro. Percebeu-se que as surpresas positivas (SURP+) estão atreladas a retornos anormais positivos, enquanto as surpresas negativas (SURP-) realçam retornos anormais negativos.

Segundo Bartov et al. (2002) são as surpresas dos lucros que fornecem novas informações e movem os preços das ações em torno do anúncio do resultado. O raciocínio é que a divulgação do lucro por si só, não provoca mudanças significativas no preço das ações, exceto se a divulgação deste lucro apresentar um valor que mude a perspectiva do mercado sobre o futuro da companhia

Observa-se que o efeito da surpresa nos lucros sobre os retornos anormais ocorre somente quando se leva em consideração a divulgação do resultado contábil, isso porque, de todas as métricas de retornos anormais, apenas $CAR[-3;-1]$ não apresentou relevância estatística diante da surpresa nos lucros. Este resultado aponta uma divergência quanto ao estudo de Martinez (2006). O autor infere que no caso de surpresas negativas, o mercado parece antecipar o resultado, verificando-se retornos anormais negativos nos períodos que antecedem o anúncio. No entanto, quando se analisam os retornos anormais que antecedem a divulgação do lucro $CAR[-3;-1]$ presume-se que o mercado não obteve informações antecipadas sobre o lucro a ser divulgado ao ponto de provocar reflexos nos retornos das ações nos três dias anteriores a divulgação do lucro contábil.

Cabe ressaltar, que as taxas de retorno anormal vão aumentando conforme se aumenta a janela do evento. No dia da divulgação do lucro $AR[0]$, os retornos anormais médios diante de uma surpresa positiva de lucro foi de 0,193%, enquanto os retornos dos três dias seguintes $CAR[0;+3]$ chegaram a marca de 1,021%. Isto reflete o comportamento atrasados do mercado de títulos frente à divulgação do lucro. De acordo com Alwathnani et al. (2017) os investidores em sua grande maioria sofrem de restrição de atenção, isto é, muitas informações divulgadas pelas companhias são negligenciadas e apenas parte destes dados é utilizada para a precificação correta das ações. Assim, é possível acreditar que parte relevante dos dados contábeis divulgados são incorporados ao preço das ações de forma gradual criando anomalias que podem perdurar na visão dos autores por até doze meses, como no caso das surpresas nos lucros.

Ao comparar os retornos anormais nas amostras com alta e baixa concentração de investidores institucionais verificou-se certas particularidades dependendo do tipo da surpresa nos lucros. Na amostra com alta concentração de investidores institucionais os retornos anormais $AR[0]$, $CAR[0;+3]$ e $CAR[-3;+3]$ quando segregados pela surpresa positiva foram de 0,16%, 0,75% e 0,59% respectivamente, enquanto para a amostra com baixa concentração os resultados

foram de 0,23%, 1,3% e 1,42%, isso denota que as ações mais sofisticados são menos suscetíveis as anomalias causadas pela surpresas positiva de lucro. Ao levar em consideração que os investidores institucionais são uma classe sofisticada de investidores capazes de coletarem e examinarem os relatórios contábil financeiro com maior agilidade e profundidade é de se esperar que as anomalias causadas pela surpresa nos lucros sejam menores para as ações de companhias com maiores concentrações de investidores institucionais, pois conforme Martins (2016) estes tipo de investidor pode conduzir a precificação dos ativos de forma mais precisa.

Por outro lado, quando se trata das surpresas negativas, um portfólio constituído de ações com alta concentração de investidores institucionais apresentam retornos anormais ainda mais depreciados quando comparados aos retornos anormais com baixa concentração de investidores institucionais. Identificou-se que para a amostra com alta concentração de investidores institucionais os retornos anormais médios de $AR[0]$, $CAR[0;+3]$ e $CAR[-3;+3]$ diante de uma surpresa negativa foram de -0,29%, -1,87% e -1,33% respectivamente, porém na amostra com baixa concentração, as médias foram menos infladas com retornos anormais na ordem de -0,16%, -1,15% e -0,98%. Apesar dos investidores institucionais terem condições de controlarem os retornos anormais sobre as surpresas positivas, o mesmo não ocorre quando o lucro trimestral das companhias não consegue atingir as expectativas dos analistas, isto é, parece haver indícios de que as ações com maiores concentrações de investidores institucionais não toleram que uma surpresa no lucro se apresente em sua forma negativa. Os dados do teste de diferença de média revelaram que as companhias que relataram surpresas negativas sofreram uma resposta negativa maior da alta concentração dos investidores institucionais em comparação com a resposta positiva associada às companhias que relataram surpresas positivas.

Ao comparar os retornos anormais das companhias suavizadoras e não suavizadoras de resultados contábeis tem-se indicativos que os retornos anormais se apresentaram menores para o grupo de companhias que utilizaram as práticas de suavização de resultados nas métricas de $AR[0]$, $CAR[0;+3]$ e $CAR[-3;+3]$. No entanto, o teste de Mann-Whitney não apontou diferenças significativas entre estes os grupos, portanto fica inconclusivo uma interpretação sobre a reação do mercado diante da suavização de resultados. Além disso, o fato do portfólio ser composto por ações com alta ou baixa concentração de investidores institucionais não fez com que houvesse mudanças estatisticamente significativas. Um fato intrigante se refere a métrica $CAR[-$

3;-1], para este caso, os retornos anormais na amostra completa se apresentaram de forma positiva (negativa) e estatisticamente significativos para as companhias suavizadoras (não suavizadora). Parece que o mercado vem apreciando os lucros suavizados, porém quando o resultado contábil se torna público essa relação desaparece, ao ponto que não é mais possível averiguar significância estatística dos retornos anormais e as práticas de suavização de resultados. De acordo com Graham et al. (2005) os gestores suavizam resultados contábeis porque acreditam que os investidores exigirão um prêmio de risco menor caso a trajetória dos lucros seja estável. Além disso, os gestores creem que a alta volatilidade dos resultados contábeis podem deixar o mercado mais cético em relação a projeção futura dos fluxos de caixa, o que por sua vez, pode refletir no preço das ações.

Na Tabela 11 também se investigou o comportamento em termos de diferença de média dos retornos anormais quanto ao tipo de surpresa (positiva e negativa) e quanto a forma de apresentação do lucro (suavizado e não suavizado) de maneira concomitante. Esperava-se que uma surpresa positiva de lucro estivesse ligada a maiores retornos e adicionalmente, quando esta surpresa fosse advinda de um lucro suavizado este retorno tenderia a ser menor, principalmente nas ações mais sofisticadas. Isso porque, o lucro contábil divulgado pode não representar a verdade real da financeira da companhia, o que na visão de Martinez (2008) é decorrente das práticas oportunistas de gerenciamento de resultados que podem comprometer a qualidade da informação contábil. Ademais, para o grupo de companhias com alta concentração de investidores institucionais era esperado uma melhor avaliação a respeito dos componentes do lucro e, portanto, a precificação das ações ocorreria levando em consideração estes desvios sistemáticos.

Percebe-se que para a amostra com alta concentração de investidores institucionais, as companhias que apresentaram surpresa positiva e suavizaram resultados contábeis obtiveram médias de retornos anormais ligeiramente maiores quando comparado às companhias que não suavizaram resultados, o que por sua vez, contraria o argumento anteriormente defendido. No entanto, como os resultados não apresentam significância estatística as interpretações não puderam ser deduzidas. Em relação a dinâmica das companhias que evidenciaram surpresas negativas e suavizaram resultados, os dados também se limitam de interpretações. Visto que apenas em AR[0] e na amostra com alta concentração de investidores institucionais foi notada relevância estatística ao nível de 5%, porém como se trata de

um caso isolado e nas demais métricas de retornos anormais não se constatou persistência dessa significância acredita-se que esse resultado não possa ser estendido para interpretação.

4.4.2 Análise Inferencial

A abordagem desta investigação seguiu os parâmetros das equações 11 e 12, sendo o principal ponto de análise o comportamento da interação entre as variáveis SURP_D e SUAV. As Tabelas seguintes apresentam os resultados das regressões tendo como variável dependente as quatro métricas de retornos anormais: AR[0], CAR[0;+3], CAR[-3;+3] e CAR[-3;-1]. Cabe ressaltar que os dados estimados das regressões não apresentaram multicolinearidade: $VIF < 5$. O teste de Jarque-Bera confirmou a não normalidade dos resíduos, contudo, diante do tamanho da amostra analisada, assume-se a normalidade assintótica, respaldada no teorema do limite central (Wooldridge, 2006). Em relação ao teste Wooldridge, verificou-se a não existência de autocorrelação entre os resíduos da regressão tendo em vista que o p-valor foi maior que 0,05. Para as regressões em que o teste de Breusch-Pagan-Godfrey foi significativo (presença de heterocedasticidade) foram computados estimadores robustos a heterocedasticidade para correção.

Tabela 12 - Resultados das regressões em painel AR[0]

		Variável Dependente: AR[0]					
		Tipo da Amostra					
Variáveis Explicativas		Completa	Completa	Alta INST	Alta INST	Baixa INST	Baixa INST
SURP_D	Coef	0,0034**	0,0039**	0,0037**	0,0013	0,0031	0,0060**
	Std.Err	0,0014	0,0019	0,0017	0,0029	0,0021	0,0026
SUAV	Coef	-0,0016	-0,0013	-0,0038**	-0,0053**	0,0004	0,0025
	Std.Err	0,0014	0,0017	0,0018	0,0024	0,0025	0,0027
SURP_D*SUAV	Coef		-0,0008		0,0037		-0,0052
	Std.Err		0,0028		0,0035		0,0043
ZALT	Coef	-0,0008	-0,0008	-0,0015*	-0,0015*	-0,0015	-0,0015
	Std.Err	0,0006	0,0006	0,0008	0,0008	0,0010	0,0010
ALAV	Coef	0,0004	0,0004	0,0001	0,0002	0,0003	0,0002
	Std.Err	0,0006	0,0006	0,0010	0,0010	0,0009	0,0009
LNAT	Coef	-0,0005	-0,0005	-0,0028**	-0,0027**	0,0015*	0,0014
	Std.Err	0,0007	0,0007	0,0012	0,0012	0,0009	0,0009
ROA	Coef	0,1386**	0,1381**	0,1734*	0,1720*	0,1397*	0,1332*
	Std.Err	0,0572	0,0572	0,0900	0,0896	0,0768	0,0764
MTB	Coef	-0,0002	-0,0002	0,0001	0,0000	-0,0003	-0,0003
	Std.Err	0,0004	0,0004	0,0005	0,0006	0,0005	0,0005
IDA	Coef	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0001	-0,0001
	Std.Err	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0001	0,0001
Constante	Coef	0,0166	0,0167	0,0702**	0,0683**	-0,0315	-0,0316
	Std.Err	0,0170	0,0170	0,0284	0,0288	0,0215	0,0216
Observações		2264	2264	1132	1132	1132	1132
Controle Setor e Trim		sim	sim	sim	sim	Sim	Sim
Teste Breusch-Pagan		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo Painel		Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled
VIF médio		2,47	2,53	2,25	2,33	3,12	3,16
Jarque-Bera		1.2e+06***	1.2e+06***	1.2e+06***	1.2e+06***	9.0e+05***	8.9e+05***
Breusch-Pagan-Godfrey		151,86***	159,93***	23,22***	25,22***	400,85***	438,53***
Wooldridge		0,430	0,469	0,461	0,451	0,930	1,076
Likelihood Ratio test		LR chi2(51) = 131,85; Prob > chi2 = 0,000					
Teste F		1,59**	1,57***	1,11	1,13	1,46**	1,43**
R ²		0,034	0,034	0,0532	0,0542	0,0585	0,0597
R ² ajustado		0,0126	0,0122	0,0103	0,0104	0,0158	0,0162

Nota: AR[0] retornos anormais no dia da divulgação do lucro; SUR_D variável *dummy* que assume o valor “1” para surpresa positiva do lucro e “0” para a surpresa negativa do lucro; SUAV variável *dummy* que assume o valor “1” para suavização e “0” para não suavização de resultados; INST concentração de investidores institucionais; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; O Likelihood Ratio test apontou para existência de diferenças entre os coeficientes das regressões com alta e baixa concentração de investidores institucionais;***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

A primeira relação de significância observada diz respeito a variável SURP_D. A relação de causa-efeito deste estimador é de que uma surpresa positiva dos lucros é capaz de aumentar os retornos anormais no dia da divulgação do resultado contábil. Este resultado se alinha as pesquisas de (Alwathnani et al., 2017; Galdi & Lima, 2016; Jones et al., 1984; Latané & Jones, 1977; Martinez, 2006; Paulo et al., 2013; Pimentel,

2015; Vaz, 2016). Verifica-se que o sinal da variável SURP_D nas amostras com alta e baixa concentração de investidores institucionais se mantém positiva, isto é, o mercado brasileiro recompensa as ações de companhias que superam as estimativas dos analistas independentemente da concentração de investidores institucionais. Convém ressaltar, que o coeficiente da variável SURP_D na amostra com baixa concentração de investidores institucionais apresenta valor relativamente maior quando confrontado com as outras amostras. Este resultado reforça que ações com baixa sofisticação financeira apresentam maiores anomalias de retornos anormais na presença de uma surpresa positiva de lucro. Segundo Hirshleifer et al. (2012), a baixa sofisticação do mercado, isto é, a capacidade limitada de interpretar e precificar corretamente as informações contábeis pode ser considerado um dos motivos para excesso de retorno após o anúncio de resultados.

Em relação à amostra com alta concentração de investidores institucionais foi possível verificar que as variáveis SUAV e LNAT apresentaram coeficientes significativos, porém o teste F da significância global do modelo não foi significativo, o que por sua vez, compromete a interpretação dos resultados, pois existe o indicativo de que conjunto de preditores utilizados não tem efeito sobre os retornos anormais. Dessa forma, qualquer interpretação sobre estes preditores e do comparativo entre os coeficientes das amostras com alta e baixa concentração de investidores institucionais são imprecisos. Também fica evidente que o parâmetro SURP_D*SUAV não foi estatisticamente significativo, por isso, não há evidências suficientes para acreditar que a suavização de resultados e os investidores institucionais possam moderar relação surpresa-retornos anormais no dia da divulgação do resultado contábil AR[0].

A Tabela (13) remete aos resultados das regressões que tiveram como base a variável dependente retornos anormais com a janela de eventos CAR[0;+3].

Tabela 13 - Resultados das regressões em painel CAR[0,+3]

		Variável Dependente: CAR[0,+3]					
		Tipo da Amostra					
Variáveis Explicativas		Completa	Completa	Alta INST	Alta INST	Baixa INST	Baixa INST
SURP_D	Coef	0,0187***	0,0129***	0,0148***	0,0100*	0,0231***	0,0173***
	Std.Err	0,0026	0,0039	0,0037	0,0058	0,0039	0,0057
SUAV	Coef	-0,0044	-0,0084**	-0,006	-0,0092*	-0,0051	-0,0093*
	Std.Err	0,0027	0,0036	0,0039	0,0051	0,0045	0,0054
SURP_D*SUAV	Coef		0,0098**		0,0078		0,0104
	Std.Err		0,0051		0,0073		0,0074
ZALT	Coef	-0,0025**	-0,0025**	-0,0036	-0,0034**	-0,002	-0,0021
	Std.Err	0,0011	0,0011	0,0016	0,0016	0,002	0,0021
ALAV	Coef	0,0003	0,0004	0,0007**	0,0009	-0,0001	0,0000
	Std.Err	0,0014	0,0014	0,0021	0,0021	0,0015	0,0015
LNAT	Coef	-0,0007	-0,0006	-0,0007	-0,0006	0,0001	0,0002
	Std.Err	0,0016	0,0016	0,0025	0,0026	0,0019	0,0019
ROA	Coef	0,5139***	0,5199***	0,7284***	0,7255***	0,3137**	0,3266**
	Std.Err	0,1035	0,1035	0,1742	0,1738	0,1357	0,1360
MTB	Coef	-0,0009	-0,0010	-0,0006	-0,0007	-0,0011	-0,0012
	Std.Err	0,0008	0,0008	0,0012	0,0012	0,0009	0,0009
IDA	Coef	0,0000	0,0000	0,0001	0,0001	-0,0002*	-0,0001*
	Std.Err	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
Constante	Coef	0,0188	0,0174	0,0327	0,0287	-0,0252	-0,0249
	Std.Err	0,0374	0,0373	0,0599	0,0602	0,0455	0,0455
Observações		2264	2264	1132	1132	1132	1132
Controle Setor e Trim		sim	sim	Sim	sim	Sim	Sim
Teste Breusch-Pagan		1,95*	2,01*	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo Painel		Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled
VIF médio		2,47	2,53	2,25	2,33	3,12	3,16
Jarque-Bera		1575***	1562***	1422***	1414***	1488***	1436***
Breusch-Pagan-Godfrey		14,19***	11,84***	13,66***	11,13***	0,26	0,18
Wooldridge		0,082	0,078	0,895	0,589	0,018	0,001
Likelihood Ratio test		LR chi2(51) = 53,82; Prob > chi2 = 0,3852					
Teste F		3,48***	3,47***	2,08***	2,05***	2,04***	2,04***
R ²		0,0714	0,0729	0,0992	0,1002	0,0846	0,0862
R ² ajustado		0,0508	0,0520	0,0584	0,0586	0,0431	0,0440

Nota: CAR[0,+3] retornos anormais acumulados após a divulgação do lucro; SUR_D variável *dummy* que assume o valor “1” para surpresa positiva do lucro e “0” para a surpresa negativa do lucro; SUAV variável *dummy* que assume o valor “1” para suavização e “0” para não suavização de resultados; INST concentração de investidores institucionais; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; O Likelihood Ratio test apontou para não existência de diferenças entre os coeficientes das regressões com alta e baixa concentração de investidores institucionais,***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Os dados relevam que a surpresa positiva dos lucros é um determinante relevante no mercado de capitais provocando reflexos nos retornos anormais das ações. Tanto na amostra completa, bem como naquelas em que foram divididas de acordo com a concentração de investidores institucionais, percebe-se que o mercado

brasileiro tem pagado um prêmio maior às ações que superam as expectativas dos analistas. Isto quer dizer que os retornos anormais das ações seguem a direção da surpresa nos lucros, haja vista o sinal positivo do coeficiente da variável SURP_D. Dessa forma, uma surpresa positiva (negativa) do lucro trimestral inicia um processo de retornos exageradamente positivos (negativos) ao longo dos três dias subsequentes a divulgação do lucro. Ao analisar o coeficiente SURP_D entre as amostras com alta e baixa concentração de investidores institucionais fica evidente que a anomalia é menos exacerbada no grupo de companhias com alta concentração de investidores institucionais, porém o teste LR constatou que não há evidências estatísticas que determinem diferenças nos estimadores entre as duas amostras. Portanto, do ponto de vista estatístico, não se pode alegar que a sofisticação financeira do investidor possa atenuar a surpresa nos lucros.

Ao analisar o efeito da suavização de resultado (SUAV) de forma isolada, tem-se evidências de que o mercado reage negativamente as práticas de *income smoothing*. Ao recorrer a suavização, os gestores buscam trazer o resultado contábil ao nível constante, de forma a minimizar grandes oscilações que possam ocorrer entre os trimestres. De acordo com Graham et al. (2005) os gestores utilizam a suavização de resultados para obterem respostas positivas do mercado, pois acreditam que este procedimento é capaz de alterar o risco percebido pelo investidor, o que por sua vez, favorece a diminuição do custo de custo de capital e das dívidas. No entanto, para o cenário brasileiro, a resposta dos investidores parece contrariar a perspectiva esperada pelos gestores. Ao nível de significância estatística de 5%, as ações de companhias classificadas como suavizadoras de resultados contábeis apresentam retornos anormais negativos nos dias seguintes a divulgação dos demonstrativos de resultados. Novamente, percebe-se que os investidores institucionais não são um fator que perturbe a dinâmica da relação entre a suavização de resultados e os retornos anormais.

O principal coeficiente elucidado pela Tabela 13 é o da interação entre SURP_D e SUAV. É por meio desse coeficiente que se investiga a hipótese de que a suavização de resultados modera a relação entre a surpresa positiva dos lucros e os retornos anormais em companhias com alta concentração de investidores institucionais. As evidências apontam que tal hipótese não pode ser confirmada, pois a interação de SURP_D e SUAV na amostra com alta concentração de investidores institucionais não se apresentou estatisticamente significativa. Esperava-se que as

companhias que divulgassem lucros suavizados e acima do esperado pelos analistas pudessem ser penalizadas pelos investidores sofisticados. A ideia era de que os atributos de sofisticação financeira pertencentes aos investidores institucionais pudessem prevalecer na análise, pois conforme Boehmer e Kelley (2009); Green et al. (2011); Jiang et al. (2008); Liu (2018) e Yu et al. (2018) os investidores institucionais são dotados de maiores habilidades para incorporarem as ações oportunistas dos gestores e antecipar as informações futuras sobre o lucro em seu processo de avaliação.

Por outro lado, ao desconsiderar os investidores institucionais, a interação SURP_D e SUAV no modelo de regressão com amostra completa, apresentou um coeficiente estatisticamente significativo ao nível de 5%. Os dados reportados permitem inferir que a suavização é capaz de moderar a relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais. O coeficiente desta interação se apresentou de forma positiva, o entendimento é de que as companhias que apresentam um lucro suavizado e acima do previsto pelos analistas (surpresa positiva) podem incrementar ainda mais os retornos anormais. Diferentemente do que se imaginava, o mercado brasileiro está mais preocupado em superar os *benchmarks* de lucro, do que com os procedimentos realizados pela contabilidade para atingir esse objetivo. Acredita-se que a suavização de resultado é vista como algo positivo se for utilizada para alcançar as previsões de lucros.

Na Tabela (14) analisa-se o comportamento das variáveis preditivas tendo como base uma janela de estudo que contempla os retornos anormais acumulados $CAR[-3;+3]$.

Tabela 14 - Resultados das regressões em painel CAR[-3;+3]

		Variável Dependente: CAR[-3;+3]					
		Tipo da Amostra					
Variáveis Explicativas		Completa	Completa	Alta INST	Alta INST	Baixa INST	Baixa INST
SURP_D	Coef	0,0173***	0,0135***	0,0139***	0,0130*	0,0207***	0,0157**
	Std.Err	0,0030	0,0046	0,0042	0,0068	0,0043	0,0064
SUAV	Coef	-0,0006	-0,0033	-0,002	-0,0026	-0,0008	-0,0044
	Std.Err	0,0032	0,0043	0,0046	0,0061	0,0050	0,0065
SURP_D*SUAV	Coef		0,0064		0,0014		0,0091
	Std.Err		0,0059		0,0086		0,0084
ZALT	Coef	-0,0042***	-0,0042***	-0,0047**	-0,0046**	-0,0054**	-0,0054***
	Std.Err	0,0013	0,0013	0,0019	0,0019	0,0021	0,0021
ALAV	Coef	0,0011	0,0012	0,0003	0,0003	0,0007	0,0008
	Std.Err	0,0017	0,0017	0,0029	0,0029	0,0022	0,0022
LNAT	Coef	-0,0010	-0,0009	-0,0030	-0,0029	0,0009	0,0009
	Std.Err	0,0018	0,0018	0,0030	0,0030	0,0025	0,0025
ROA	Coef	0,6765***	0,6804***	0,8688***	0,8682***	0,5385***	0,5498***
	Std.Err	0,1200	0,1199	0,1899	0,1902	0,1673	0,1673
MTB	Coef	-0,0018**	-0,0019**	-0,0020	-0,0020	-0,0018	-0,0018
	Std.Err	0,0009	0,0009	0,0014	0,0014	0,0012	0,0012
IDA	Coef	-0,0001	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0002*	-0,0002*
	Std.Err	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
Constante	Coef	0,0410	0,04	0,0964	0,0957	-0,0154	-0,0152
	Std.Err	0,0426	0,0426	0,0689	0,0693	0,0592	0,0591
Observações		2264	2264	1132	1132	1132	1132
Controle Setor e Trim		sim	sim	sim	sim	Sim	Sim
Teste Breusch-Pagan		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo Painel		Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled
VIF médio		2,47	2,53	2,25	2,33	3,12	3,16
Jarque-Bera		914,20***	90,70***	879,90***	879,10***	815,50***	814,60***
Breusch-Pagan-Godfrey		12,80***	10,92***	6,76***	6,37**	6,38**	5,95**
Wooldridge		0,692	0,715	0,154	0,207	0,626	0,589
Likelihood Ratio test		LR chi2(51) = 57,55; Prob > chi2 = 0,2457					
Teste F		3,41***	3,34***	2,26***	2,21***	2,21***	2,18***
R ²		0,0675	0,068	0,0947	0,0947	0,0837	0,0846
R ² ajustado		0,0469	0,0469	0,0537	0,0528	0,0422	0,0423

Nota: CAR[-3;+3] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro, bem como nos três dias posteriores; SUR_D variável *dummy* que assume o valor “1” para surpresa positiva do lucro e “0” para a surpresa negativa do lucro; SUAV variável *dummy* que assume o valor “1” para suavização e “0” para não suavização de resultados; INST concentração de investidores institucionais; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; O Likelihood Ratio test apontou para não existência de diferenças entre os coeficientes das regressões com alta e baixa concentração de investidores institucionais;***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Tal como evidenciado nas outras tabelas, a variável SURP_D se mantém positivamente relacionada com os retornos anormais, sendo a significância estatística conferida não apenas na amostra completa, mas também nas segregações de alta e baixa concentração de investidores institucionais. Novamente, o coeficiente da

surpresa positiva dos lucros apresenta valor menor para a amostra com alta concentração dos investidores institucionais, porém a não significância do teste LR não permite inferir que o coeficiente de SURP_D é estatisticamente diferente da amostra com baixa concentração de investidores institucionais. Estes resultados estão alinhados a pesquisa de Sen (2009), que observou anomalias no mercado indiano provocadas pelas surpresa nos lucros, mas o nível e propriedade institucional não é um elemento capaz de atenuar este efeito.

Dentre todas as janelas de eventos comparadas neste estudo, esta é a que contém o maior número de dias em torno da divulgação do lucro (evento), ao todo são sete dias: três antes do evento, o dia do evento e mais três dias seguintes. Apesar dessa métrica contemplar uma maior quantidade de dias, os resultados das regressões indicam que a variável SUAV e sua interação com SURP_D não são significativas. Assim, tanto a suavização de resultados contábeis, quanto os investidores institucionais não podem ser considerados moderadores da relação surpresa positiva dos lucros e retornos anormais no que se refere a uma janela de evento de [-3;+3].

Por fim, estimou-se os modelos de regressão levando em consideração a variável dependente CAR[-3;-1].

Tabela 15 - Resultados das regressões em painel CAR[-3;-1]

		Variável Dependente: CAR[-3;-1]					
		Tipo da Amostra					
Variáveis Explicativas		Completa	Completa	Alta INST	Alta INST	Baixa INST	Baixa INST
SURP_D	Coef	-0,0014	0,0006	-0,0010	0,0030	-0,0024	-0,0016
	Std.Err	0,0017	0,0026	0,0024	0,0037	0,0025	0,0036
SUAV	Coef	0,0037**	0,0051**	0,0040	0,0066**	0,0043	0,0048
	Std.Err	0,0018	0,0024	0,0024	0,0031	0,0029	0,0034
SURP_D* SUAV	Coef		-0,0034		-0,0064		-0,0013
	Std.Err		0,0033		0,0046		0,0048
ZALT	Coef	-0,0017**	-0,0017**	-0,0011	-0,0012	-0,0033**	-0,0033**
	Std.Err	0,0007	0,0007	0,0010	0,0010	0,0013	0,0013
ALAV	Coef	0,0008	0,0008	-0,0005	-0,0006	0,0008	0,0008
	Std.Err	0,0007	0,0009	0,0013	0,0013	0,0010	0,0010
LNAT	Coef	-0,0003	-0,0003	-0,0022	-0,0024	0,0007	0,0007
	Std.Err	0,0009	0,0009	0,0015	0,0015	0,0012	0,0012
ROA	Coef	0,1626***	0,1605**	0,1404	0,1428	0,2248*	0,2232***
	Std.Err	0,0618	0,0668	0,0950	0,0950	0,0866	0,0869
MTB	Coef	-0,0009**	-0,0009*	-0,0014*	-0,0013	-0,0006	-0,0006
	Std.Err	0,0005	0,0005	0,0008	0,0008	0,0006	0,0006
IDA	Coef	0,0000	0,0000	-0,0001*	-0,0001*	0,0000	0,0000
	Std.Err	0,0000	0,0000	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
Constante	Coef	0,0222	0,0227	0,0637*	0,0670*	0,0098	0,0097
	Std.Err	0,0209	0,0224	0,0344	0,0345	0,0290	0,0291
Observações		2264	2264	1132	1132	1132	1132
Controle Setor e Trim		sim	sim	sim	sim	Sim	Sim
Teste Breusch-Pagan		0,00	0,00	0,00	0,00	0,16	0,17
Tipo Painel		Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled	Pooled
VIF médio		2,47	2,53	2,25	2,33	3,12	3,16
Jarque-Bera		1598***	1608***	1211***	1216***	1498***	1503***
Breusch-Pagan-Godfrey		0,34	0,4981	0,04	0,03	0,56	0,56
Wooldridge		0,335	0,339	0,011	0,008	1,878	1,858
Likelihood Ratio test		LR chi2(51) = 63,80; Prob > chi2 = 0,1076					
Teste F		1,48**	1,67***	1,1	1,11	1,49*	1,46**
R ²		0,0317	0,0322	0,0473	0,0489	0,0632	0,0632
R ² ajustado		0,0103	0,0103	0,0041	0,0049	0,0207	0,0199

Nota: CAR[-3;-1] retornos anormais acumulados nos três dias que antecedem a divulgação do lucro; SUR_D variável *dummy* que assume o valor "1" para surpresa positiva do lucro e "0" para a surpresa negativa do lucro; SUAV variável *dummy* que assume o valor "1" para suavização e "0" para não suavização de resultados; INST concentração de investidores institucionais; LNAT logaritmo dos ativos totais; ROA retorno sobre os ativos totais; ALAV grau de alavancagem financeira; ZALT nível de dificuldade financeira; MTB índice Market-to-book; IDA idade da companhia; O Likelihood Ratio test apontou para não existência de diferenças entre os coeficientes das regressões com alta e baixa concentração de investidores institucionais;***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

Nota-se que a surpresa positiva dos lucros não apresentou influência sobre os retornos anormais nos três dias anteriores a divulgação do resultado contábil. Este dado reforça os achados do teste de diferença de média e valida a interpretação de que a informação do lucro, até o dia de sua divulgação, não teria sido antecipada pelo

mercado de modo a causar impactos significativos no retorno anormal das ações. Dessa forma, acredita-se que os investidores nem mesmo os *insiders* foram hábeis o suficiente para montar estratégias com base em informações privadas para obtenção de retornos anormais. Por isso, diante das HME é possível descartar a possibilidade do mercado brasileiro ser eficiente em sua forma forte.

Percebe-se, que nas regressões com amostra completa, bem como na alta concentração de investidores institucionais, a variável SUAV se apresentou estatisticamente significativa ao nível de 5%. A relação positiva entre a suavização de resultados contábeis e os retornos anormais evidenciou que o mercado vem apreciando as práticas de redução da volatilidade dos lucros nos dias anteriores a divulgação do lucro. Esperava-se relação negativa entre a suavização de resultados e os retornos anormais, pois acreditava-se que o mercado pudesse avaliar a suavização de resultados como um ato oportunista do gestor como forma de manipular a percepção do mercado sobre os resultados e ocultar más notícias (Leuz et al., 2003; Levitt, 1998).

No entanto, os achados demonstram uma aceitação do mercado em relação as práticas de suavização de resultados. O entendimento é de que lucros menos voláteis podem proporcionar aos investidores estimações mais precisas dos fluxos de caixa futuro, o que possibilita reduzir o risco da companhia (Lev & Kunitzky, 1974; Michelson, Jordan-Wagner, & Wootton, 1995) e reduzir o custo de capital (Francis, LaFond, Olsson, & Schipper, 2004; Jung, Soderstrom, & Yang, 2013; Trueman & Titman, 1988).

Ao interagir a surpresa positiva de lucros (SURP_D) e a suavização de resultados contábeis (SUAV) notou-se que este coeficiente não apresentou relação significativa para nenhuma das regressões. A hipótese de pesquisa não foi confirmada para o cenário em que os retornos anormais são compreendidos nos dias que antecedem a divulgação do lucro, portanto, a suavização de resultados, tanto quanto os investidores institucionais, não podem ser considerados moderadores da relação surpresas dos lucros e retornos anormais em CAR[-3;-1].

Por último, verifica-se que dentre as variáveis de controle, ROA e ZALT foram as que apresentaram significância estatística. O sinal positivo entre ROA e os retornos anormais indicam que uma melhor rentabilidade do ativo reflete no aumento dos retornos anormais. Esses resultados reafirmam a importância de a companhia gerar

resultados positivos, pois demonstra que as ações com potencial de geração de lucros são bem avaliadas pelo mercado.

Em relação a variável ZALT, o sinal negativo do coeficiente denota que quanto mais crítica é a situação financeira da companhia, menores são as taxas de retornos anormais. Esse resultado faz todo o sentido quando se imagina o mercado preocupado com o futuro da companhia, pois quanto maior o *score* desta métrica, maiores são as chances de as companhias entrarem em falência nos próximos anos. Assim é possível inferir que o mercado esteja punindo as companhias que não apresentam boa saúde financeira.

4.5 CONCLUSÕES

É razoável acreditar que os gestores poderiam estar utilizando a suavização de resultados contábeis para alcançar as expectativas de lucro dos analistas de modo a gerar respostas positivas do mercado de capitais, o que por sua vez, lhes assegurariam estabilidade no cargo e reduziria as chances de demissão. Por outro lado, estudos anteriores como Balsam et al. (2002); Liu (2018) e Yu et al. (2018) forneceram evidências de que os investidores institucionais restringem o comportamento oportunista dos gestores como numa espécie de monitoramento externo de governança corporativa e apresentam maiores sofisticções financeiras para precificarem o valor correto dos títulos.

Esperava-se que além de uma precificação mais ágil diante da surpresa nos lucros, a alta concentração de investidores institucionais pudesse funcionar como um mecanismo de governança corporativa diante das práticas de suavização de resultados. Segundo Hirshleifer et al. (2012) muitos dos investidores e usuários da informação contábil por falta de habilidade e maiores competências acreditam no lucro divulgado sem se atentar com os processos utilizados para sua mensuração. Para Bushee (2001) a realidade dos investidores institucionais é outra, pois estes investidores podem deter grandes participações acionárias no capital das companhias e por longos períodos, essa combinação de vultosa aplicação e prolongada permanência faz com o investidor institucional exerça um maior monitoramento sobre a gestão da companhia.

As primeiras inferências estatísticas observadas neste trabalho revelaram que a surpresa nos lucros impacta o preço dos títulos no curto prazo, de maneira a causar

retornos anormais no dia da divulgação do resultado $AR[0]$, inclusive nos três dias seguintes $CAR[0;+3]$, bem como nos retornos acumulados de três dias antes e três dias depois do evento de divulgação dos resultados $CAR[-3;+3]$. Inicialmente por meio dos testes não paramétricos de diferença de média e posteriormente com as análises de regressão com estrutura de painel fica evidente que o mercado de ações brasileiro reage positivamente as surpresas positivas de lucro, sendo o contrário também verdadeiro, surpresas negativas geram retornos anormais negativos.

Estes achados indicam que existe uma falha no mercado em analisar a nova informação e re-precificar instantaneamente ao ativo, o que por sua vez provoca retornos excessivamente maiores do que o esperado. Tais resultados se alinham as pesquisas de (Alwathnani et al., 2017; Galdi & Lima, 2016; Jones et al., 1984; Latané & Jones, 1977; Martinez, 2006; Paulo et al., 2013; Pimentel, 2015; Vaz, 2016) e contestam a hipótese da teoria de eficiência de mercado em sua forma semiforte. O princípio básico dessa hipótese é de que nenhuma informação relevante e publicamente disponível seria desprezada pelo mercado, ou seja, à medida que surgirem novas informações capazes de alterar a expectativa dos investidores sobre o futuro da companhia um novo preço de equilíbrio do título rapidamente se formaria.

Uma das explicações para o atraso em analisar e precificar corretamente a surpresa de lucro é a baixa sofisticação financeira dos investidores. Algo que na visão de (Boehmer & Kelley, 2009; Green et al., 2011; Jiang et al., 2008; Liu, 2018) não ocorreria com os investidores do tipo institucional, pois se trata de investidores sofisticados capazes de avaliarem melhor o lucro divulgado e menos sensível aos erros de precificação. Entretanto, este argumento não corrobora aos achados desta pesquisa, ao segregar a amostra em alta e baixa concentração de investidores institucionais, não foi possível inferir há existência de diferenças estatisticamente significativas entre os coeficientes das regressões destes dois grupos.

Ademais, se esperava encontrar diferenças significativas entre a interação das variáveis surpresa positiva dos lucros e a suavização de resultados. Isto porque, acreditava-se que o mercado sofisticado poderia considerar um tributo indesejável quando a surpresa positiva de lucro estivesse ligada a suavização de resultados. No entanto, a divisão da amostra em alta e baixa concentração de investidores institucionais apontou que a interação $SURP_D$ e $SAUV$ não foi estatisticamente significativa.

Não foi possível confirmar a hipótese de que as surpresas positivas de lucro com indicativo de suavização de resultados influenciam negativamente os retornos anormais das ações com alta concentração de investidores institucionais. Isto sugere que independente das ações serem classificadas em alta ou baixa sofisticação financeira, os lucros trimestrais que se apresentam acima da expectativa dos analistas e que ao mesmo tempo são lucros oriundos de gerenciamento de resultados por *income smoothing* não são capazes de provocarem reações no mercado ao ponto de gerarem retornos anormais.

Estes resultados não se alinham com as pesquisas de Ke e Petroni (2004) e Liu (2018), para estes autores os investidores institucionais apresentam capacidades e habilidades que configuram a sofisticação financeira. Para Ke e Petroni (2004) os investidores institucionais transitórios conseguem prever a queda iminente dos lucros e vendem seus ativos antes da subsequente queda de preços. Enquanto que para Liu (2018) os investidores institucionais podem usar informações dos *accruals* para precificar o gerenciamento de resultados com mais precisão antes dos anúncios de resultado. Contudo, estes resultados estão longe de um desfecho final, pois os achados de Martins et al. (2019) apontaram que os investidores brasileiros são poucos sofisticados, sendo a relação lucro contábil e retorno das ações algo puramente mecânico, deduzindo a possibilidade dos gestores estarem utilizando de forma oportunista as escolhas contábeis para influenciar o mercado de capitais. No cenário internacional Bartov et al. (2002) explicam que apesar de haver um efeito punitivo sobre as companhias que utilizaram medidas oportunistas para bater metas de lucro, o desconto é pequeno e não significativo.

Por outro lado, ao analisar o efeito da suavização de resultados sobre a relação surpresa-retorno anormal, sem considerar as segregações da amostra pelos investidores percebe-se uma relação significativa quando se trata da janela de eventos CAR[0;+3]. Este resultado evidencia que a suavização de resultados é capaz de moderar a relação surpresa positiva dos lucros e os retornos anormais acumulados nos três dias posteriores a divulgação dos resultados contábeis. O sinal positivo do coeficiente de interação SURP_D e SAUV revelou que a influência da surpresa nos lucros sobre os retornos anormais é potencializada quando a companhia utiliza práticas de suavização de resultados. Os dados demonstraram uma perspectiva diferente do que se imaginava, ao invés de punir as companhias que estão batendo

as metas de lucro com base em práticas de manipulação de resultados, o mercado está apreciando essa configuração.

Isto sugere que o mercado brasileiro de capitais tem dado grande importância às companhias que conseguem obter surpresas positivas de lucro e menos atenção aos procedimentos utilizados para atingir esse *benchmark*. Segundo Graham et al. (2005) mercado tem presumido que a suavização de resultados é algo intrínseco dentro das práticas de gestão, por isso, caso uma companhia não consiga atingir a expectativa de lucro, significa que algo grave pode estar ocorrendo, pois caso contrário, a suavização de resultados poderia ter resolvido o problema das metas de lucro. Diante destas circunstâncias, os gestores são motivados a apresentarem resultados que surpreendam o mercado positivamente com o intuito de influenciar os preços das ações para acima dos seus valores esperados e, conseqüentemente provocarem retornos anormais.

Vale salientar que ao analisar o efeito direto da suavização de resultados sobre os retornos anormais em $CAR[0;+3]$ há um indicativo de uma reação negativa do mercado para as companhias que suavizaram lucros. No entanto, quando a suavização foi combinada com a surpresa de lucros o mercado parece aceitar este tipo de prática. Novamente é possível notar a importância da surpresa positiva dos lucros para o mercado de capitais brasileiro. Entende-se que os investidores são capazes de consentir com as práticas oportunistas dos gestores desde que seja utilizada para seu próprio benefício financeiro, pois conforme verificado, surpresas positivas dos lucros são capazes de gerar retornos anormais positivos.

Além disso, acredita-se que os investidores no Brasil apresentam orientação de investimento para o curto prazo. Os resultados sugerem que as reações exageradas do mercado perante a divulgação do lucro encorajam os gestores a utilizarem escolhas contábeis que sacrificam valores de longo prazo para atendimento das metas trimestrais, sendo a suavização de resultados uma opção utilizada pela companhia para garantir uma reação favorável do mercado. Ademais, o entendimento de que os investidores institucionais pudessem estar alinhados a perspectiva de investimento de longo prazo e exercerem funções de monitoramento externo em relação às práticas oportunistas dos gestores não foi algo validado na precificação dos ativos.

Quanto as limitações do estudo, a ampliação da amostra por meio da inclusão de outros países poderia contribuir para discussão dos achados e evidenciar se os

resultados são específicos para o mercado brasileiro ou podem ser estendidos para outros mercados de capitais. Além disso, um estudo com base na metodologia de carteiras seria uma opção como forma de validar os achados desta pesquisa. Para investigações futuras sugere-se segregar os investidores institucionais por tipo, isto é, fundos de pensão, bancos e seguradoras, fundo de hedge dentre outros, na tentativa de identificar se determinadas características dos investidores são relevantes para explicar as anomalias causadas pelas surpresas nos lucros.

REFERÊNCIAS

- Abarbanell, J., & Lehavy, R. (2003). Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 1-31.
- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. *Open Journal of Statistics*, 5(07), 754.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Alwathnani, A. M., Dubofsky, D. A., & Al-Zoubi, H. A. (2017). Under-or-overreaction: Market responses to announcements of earnings surprises. *International Review of Financial Analysis*, 52(2017), 160-171. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.006>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. doi: 10.2307/2490232
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 987-1012.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4 ed.): John Wiley & Sons.
- Barros, C. M. E., Lopes, I. F., & de Almeida, L. B. (2019). Efeito contágio da operação carne fraca sobre o valor das ações dos principais players do mercado de proteínas do Brasil e do México. *Enfoque*, 38(1), 105.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00045-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00045-9)
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.
- Benninga, S., & Czaczkes, B. (2008). *Financial Modeling* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Bissessur, S. W., & Veenman, D. (2016). Analyst information precision and small earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1327-1360. doi: 10.1007/s11142-016-9370-2

- Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594. doi: 10.1093/rfs/hhp028
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944-968. doi: 10.1007/s11142-012-9185-8
- Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246. doi: 10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X
- Byun, H.-Y., Hwang, L.-S., & Lee, W.-J. (2011). How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 511-534. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.06.002>
- Chambell, J. J., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*: Princeton University press.
- Chiachio, V. F. d. O., & Martinez, A. L. (2019). Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(2), 160-181.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2018). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*. doi: 10.1111/irfi.12219
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2019). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*, 19(3), 693-703.
- Coelho, E. G., Barros, C. M. E., Scherer, L. M., & Colauto, R. D. (2017). Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14, 104-139.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1-34. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00049-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4)
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 355-384.
- Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33. doi: 10.1086/209601
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Doyle, J. T., Jennings, J. N., & Soliman, M. T. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 40-56. doi: 10.1016/j.jacceco.2013.03.002
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®* (ed Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística utilizando o SPSS* (2. ed ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.

- Gabriel, J. R. B. (2018). *Gerenciamento de resultados oportunístico versus benéfico: evidências do setor petrolífero*. (Mestrado Dissertação), Universidade Federal da Bahia, Salvador BA.
- Galdi, F. C., & Lima, V. S. M. (2016). Value & Growth Investing and PEAD in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 14(4), 1-27. doi: 1679-0731
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108-127. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of Accounting Research*, 121-143.
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Green, J., Hand, J. R., & Soliman, M. T. (2011). Going, going, gone? The apparent demise of the accruals anomaly. *Management Science*, 57(5), 797-816.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5 ed ed.). Porto Alegre: McGraw Hill Brasil.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6 ed.). Porto Alegre: Bookman
- Healy, P. (1996). Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34, 107-115.
- Hirshleifer, D., Hou, K., & Teoh, S. H. (2012). The accrual anomaly: risk or mispricing? *Management Science*, 58(2), 320-335.
- Howe, J. S., & Houston, R. (2016). Earnings management, earnings surprises, and distressed firms. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 64-87.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191-201. doi: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.08.011>
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1984). Stock returns and SUEs during the 1970's. *The Journal of Portfolio Management*, 10(2), 18-22.
- Jung, B., Soderstrom, N., & Yang, Y. S. (2013). Earnings smoothing activities of firms to manage credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645-676.
- Ke, B., & Petroni, K. (2004). How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behavior before a break in a string of consecutive earnings increases. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 895-927.
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2015). Impacto da convergencia contabil internacional na suavizacao de resultados em empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 12(2), 1.
- Kolozsvari, A. C., & Macedo, M. A. d. S. (2016). Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(72), 306-319.
- Latané, H. A., & Jones, C. P. (1977). Standardized unexpected earnings a progress report. *The Journal of Finance*, 32(5), 1457-1465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03347.x

- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(6), 895-922.
- Lento, C., Cotter, J., & Tutticci, I. (2016). Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark? *Australian Journal of Management*, 41(4), 633-655. doi: 10.1177/0312896216641600
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal Of Financial Economics*, 69(3), 505-527. doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lev, B., & Kunitzky, S. (1974). On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. *The Accounting Review*, 49(2), 259-270.
- Levitt, A. (1998). The importance of high quality accounting standards. *Accounting Horizons*, 12(1), 79.
- Li, K., Lockwood, J., & Miao, H. (2017). Risk-shifting, equity risk, and the distress puzzle. *Journal of Corporate Finance*, 44, 275-288.
- Lima, A. S. d., Carvalho, E. V. A. d., Paulo, E., & Girão, L. F. d. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.
- Lima, G. A. S. F. d., Góis, A. D., Luca, M. M. M., & Sousa, E. P. (2018). Effect of institutional investor participation on price lead earnings and earnings quality: international evidence. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 103-119.
- Lima, G. A. S. F. d., Yamamoto, M. M., Lima, I. S., & Malacrida, M. J. C. (2008). Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. *Revista de Informação Contábil*, 2(1), 1-18.
- Liu, S. (2018). Earnings management and institutional investor trading prior to earnings announcements. *China Finance Review International*. doi: 10.1108/CFRI-01-2018-0010
- Lopez, T. J., & Rees, L. (2002). The Effect of Beating and Missing Analysts' Forecasts on the Information Content of Unexpected Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(2), 155-184. doi: 10.1177/0148558X0201700204
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. d. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 23(58), 52-64.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Martinez, A. L. (2006). Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, 12(3), 1-23.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 19(46).
- Martinez, A. L., & Castro, M. A. R. (2011). Bond Ratings and Income Smoothing in Brazil. *Latin American Business Review*, 12(2), 59-81. doi: 10.1080/10978526.2011.592793
- Martins, V. G. (2016). *Mispricing dos accruals ou fator de risco? análise da influência do monitoramento externo no mercado brasileiro*. (Doutorado), Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa.
- Martins, V. G., Monte, P. A., & Machado, M. A. V. (2019). Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos Accruals: evidências do Brasil. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(1), 169-186.

- Michelson, S. E., Jordan-Wagner, J., & Wootton, C. W. (1995). A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 1179-1194.
- Paulo, E., Sarlo Neto, A., & Santos, M. A. C. d. (2013). Reação do preço das ações e intempetividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 54-79.
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303.
- Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2016). Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 27(71), 202-2016. doi: 10.1590/1808-057x201602430
- Ribeiro, F., & Colauto, D. R. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(70), 55-66.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408. doi: 10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81
- Schimmer, M., Levchenko, A., & Müller, S. (2015). Event Study Tools (Research Apps), St. Gallen. Disponível em <http://www.eventstudytools.com>. Acesso em 09 outubro de 2019.
- Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. *Accounting Horizons*, 5(4), 105.
- Sen, K. (2009). Earnings surprise and sophisticated investor preferences in India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(1), 1-19. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2008.11.001>
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 15(5), 641-662. doi: doi:10.1108/CG-11-2014-0140
- Skinner, D., & Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312. doi: 10.1023/A:1020294523516
- Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 127-139.
- Vaz, C. S. D. (2016). *O impacto no retorno dos portfólios compostos por empresas brasileiras dada a surpresa de lucro após a divulgação dos resultados*. (Mestre Dissertação), Insper Instituto de Ensino e Pesquisa São Paulo. (56)
- Vieira, V. A. (2009). Moderação, mediação, moderadora-mediadora e efeitos indiretos em modelagem de equações estruturais: uma aplicação no modelo de desconfirmação de expectativas. *Revista de Administração-RAUSP*, 44(1), 17-33.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory econometrics: A modern approach*, 3rd. New York: Thomson.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76(3), 357-373.
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE

Defendeu-se a tese de que a suavização de resultados e a concentração de investidores institucionais moderam a relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias brasileiras de capital aberto. Foram analisadas 118 companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018 num total de 2.264 observações.

Ao levar em consideração as dimensões individuais e temporais das observações da amostra por meio da regressão logística com efeitos aleatórios, verificou-se que a concentração de investidores institucionais não exerce influência sobre a suavização de resultados. Desse modo, não foi possível confirmar se de fato os investidores institucionais conseguem exercer algum tipo de controle sobre as ações oportunistas dos gestores. Pelo contrário, acredita-se que a falta de significância estatística dessa relação revela existir um cenário propício para que os gestores exerçam seus poderes discricionários sobre os procedimentos contábeis. Se mesmo com as características de sofisticação financeira do investidor institucional, não houve impedimento da suavização de resultados, dificilmente os outros *shareholders* apresentaram mecanismos para conter os interesses próprios dos gestores.

Em um segundo momento, o investidor institucional foi colocado à prova novamente. Buscou-se examinar o efeito moderador da concentração dos investidores institucionais na relação surpresa nos lucros e retornos anormais. Os resultados apontaram que a maior concentração de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias não altera a direção ou a força que a surpresa positiva de lucros causa nos retornos anormais. Apesar das companhias apresentarem acionistas sofisticados, isso não torna um elemento capaz de conter os atrasos ou viés na interpretação das informações divulgadas sobre o lucro, o que por sua vez, possibilita espaços para ganhos anormais diante de uma surpresa positiva de lucros.

Os inferências acima evidenciaram que os investidores institucionais não promovem mecanismos de governança corporativa externa que atenuem as práticas de suavização de resultados, como também não conseguem minimizar as anomalias causadas pela surpresa nos lucros, porém restam dúvidas sobre a percepção dos investidores quando o lucro trimestral divulgado foi suavizado e se apresentou acima do previsto pelos analistas. Por isso, em uma terceira conjuntura de análise examinou-

se o efeito moderador da suavização de resultados sobre a relação surpresa nos lucros e retornos anormais em companhias com alta concentração de investidores institucionais. Dada as características de sofisticação financeira dos investidores institucionais, a hipótese testada foi de que as surpresas positivas de lucro com indicativo de suavização de resultados influenciam negativamente os retornos anormais das ações com alta concentração de investidores institucionais.

As evidências apontaram que tal hipótese não pode ser confirmada, pois a interação de SURP_D e SUAV na amostra com alta concentração de investidores institucionais não se apresentou estatisticamente significativa. Apesar dos investidores institucionais serem retratados como acionistas capazes de controlarem as ações oportunistas dos gestores e serem eficientes na precificação das ações, os resultados indicam que companhias brasileiras com alta concentração destes investidores não incorporam os efeitos da suavização de resultado em suas expectativas diante de uma surpresa positiva de lucro. No entanto, ao analisar o efeito moderador da suavização de resultados na relação surpresa-retorno anormal sem considerar os investidores institucionais, percebeu-se impacto positivo nos retornos anormais em CAR[0;+3]. Isto é, a suavização de resultados afeta a força da relação surpresa positiva de lucros e retornos anormais, no sentido de aumentar ainda mais os retornos anormais quando o lucro trimestral se apresenta acima do previsto pelos analistas.

Desse modo, os resultados encontrados remetem a confirmação da parcial tese. Ficou evidente que a surpresa nos lucros é um vetor que direciona os retornos anormais no curto prazo, porém apenas a suavização de resultados modera esta relação. Dessa forma, as companhias que atendem as expectativas de lucro dos analistas, mesmo à custa de suavização de resultados contábeis desfrutam de retornos anormais mais altos do que seus pares que não empregam tais práticas. Estes achados estão na contramão do que se esperava, pois acreditava-se que o mercado fosse punir as companhias que estivessem alcançando o *benchmark* de lucro por meio de práticas de manipulação de resultados. Além disso, esperava-se que pelo menos a sofisticação financeira dos investidores institucionais fosse suficiente para captar a intencionalidade do gestor e assim, aplicar algum tipo de desconto sobre as ações da companhia na bolsa de valores brasileira, porém este argumento não foi suportado pelas evidências empíricas desta tese.

Acredita-se que no mercado brasileiro a surpresa nos lucros é responsável por parte das anomalias no preço das ações. E que apesar do excesso de retorno ser justificado por razões econômicas, ou seja, a surpresa nos lucros apresenta conteúdo informacional com relação aos lucros futuros, não se descarta a possibilidade de investidores formarem carteiras de ativos para explorar esta relativa má-precificação. Pode-se intuir que os investidores estejam apresentando uma orientação de investimento no curto prazo e não estão atentos ao fato de que gestores possam propositalmente gerar surpresas positivas de lucros para disfarçar o real desempenho da companhia. Ademais, as características de sofisticação financeira do investidor institucional parece não ser suficientes para garantir proteções contra as ações oportunistas dos gestores.

REFERÊNCIAS

- Abarbanell, J., & Lehavy, R. (2003). Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 1-31.
- Akinwande, M. O., Dikko, H. G., & Samson, A. (2015). Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. *Open Journal of Statistics*, 5(07), 754.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Alwathnani, A. M., Dubofsky, D. A., & Al-Zoubi, H. A. (2017). Under-or-overreaction: Market responses to announcements of earnings surprises. *International Review of Financial Analysis*, 52(2017), 160-171. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.006>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. doi: 10.2307/2490232
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 987-1012.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4 ed.): John Wiley & Sons.
- Barros, C. M. E., Lopes, I. F., & de Almeida, L. B. (2019). Efeito contágio da operação carne fraca sobre o valor das ações dos principais players do mercado de proteínas do Brasil e do México. *Enfoque*, 38(1), 105.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Bartov, E., Givoly, D., & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173-204. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00045-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00045-9)
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63.
- Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S., Thomas, D., & Turner, M. (1994). Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(6), 791-811. doi: doi:10.1111/j.1468-5957.1994.tb00349.x
- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. doi: 10.2307/2490070
- Beaver, W. H., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of Earnings Forecast Errors. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316-340. doi: 10.2307/2490507
- Benninga, S., & Czaczkes, B. (2008). *Financial Modeling* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Bernard, V. L., & Thomas, J. K. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36. doi: 10.2307/2491062
- Bernardo, H. P. (2001). *Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais de resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais: um estudo de evento*. (Mestrado Dissertação), USP, São Paulo.

- Bissessur, S. W., & Veenman, D. (2016). Analyst information precision and small earnings surprises. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1327-1360. doi: 10.1007/s11142-016-9370-2
- Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3563-3594. doi: 10.1093/rfs/hhp028
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108.
- Bradshaw, M. T., Drake, M. S., Myers, J. N., & Myers, L. A. (2012). A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 944-968. doi: 10.1007/s11142-012-9185-8
- Brown, L. D. (1997). Earnings Surprise Research: Synthesis and Perspectives. *Financial Analysts Journal*, 53(2), 13-19.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 73(3), 305-333.
- Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246. doi: 10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X
- Byun, H.-Y., Hwang, L.-S., & Lee, W.-J. (2011). How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 511-534. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.06.002>
- Cabral, M. (2018). O retorno à cena dos investidores minoritários ativistas. *Revista Época Negócios*. Retrieved 18 de Maio, 2020, from <http://twixar.me/4f0m>
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de Capital no Brasil. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 25-46.
- Champbell, J. J., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). *The econometrics of financial markets*: Princeton University press.
- Chiachio, V. F. d. O., & Martinez, A. L. (2019). Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(2), 160-181.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2018). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*. doi: 10.1111/irfi.12219
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Liu, C. (2019). Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. *International Review of Finance*, 19(3), 693-703.
- Chudek, M., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2011). Is trading on earnings surprises a profitable strategy? Canadian evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(5), 832-850. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2011.06.004>
- Coelho, E. G., Barros, C. M. E., Scherer, L. M., & Colauto, R. D. (2017). Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2018). Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na bm&fbovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1-29.

- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. (2015). Earnings manipulations by real activities management and investors' perceptions. *Research in International Business and Finance*, 34, 309-323.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14, 104-139.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334. doi: 10.1111/j.1475-679X.2012.00449.x
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), 1-34. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00049-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4)
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 355-384.
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115-139. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00004-9)
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33. doi: 10.1086/209601
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2, Supplement 1), 1-33. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.05.004>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Doyle, J. T., Jennings, J. N., & Soliman, M. T. (2013). Do managers define non-GAAP earnings to meet or beat analyst forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 56(1), 40-56. doi: 10.1016/j.jacceco.2013.03.002
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal Of Banking & Finance*, 34(3), 606-620. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.018>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®* (ed Ed.). Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística utilizando o SPSS* (2. ed ed.). Porto Alegre: Artmed.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00028-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00028-3)
- Foster, G., Olsen, C., & Shevlin, T. (1984). Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *The Accounting Review*, 59(4), 574-603.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Freitas Neto, R. M., & Mol, A. L. R. (2017). Determinantes dos papéis dos Conselhos de Administração de Empresas Brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 63-83.
- Gabriel, J. R. B. (2018). *Gerenciamento de resultados oportunístico versus benéfico: evidências do setor petrolífero*. (Mestrado Dissertação), Universidade Federal da Bahia, Salvador BA.

- Galdi, F. C., & Lima, V. S. M. (2016). Value & Growth Investing and PEAD in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 14(4), 1-27. doi: 1679-0731
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108-127. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.03.004>
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of Accounting Research*, 121-143.
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440.
- Goulart, A. M. C. (2007). *Gerenciamento de Resultados Contábeis em Instituições Financeiras no Brasil*. (Tese Doutorado), Universidade de São Paulo - USP, São Paulo/SP.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3-73. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Grando, T. (2019). *Blockholders e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto*. (Doutorado Tese), UNISINOS, São Leopoldo.
- Green, J., Hand, J. R., & Soliman, M. T. (2011). Going, going, gone? The apparent demise of the accruals anomaly. *Management Science*, 57(5), 797-816.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica* (5 ed ed.). Porto Alegre: McGraw Hill Brasil.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6 ed.). Porto Alegre: Bookman
- Hand, J. R. (1990). A test of the extended functional fixation hypothesis. *Accounting review*, 65(4), 740-763.
- Healy, P. (1996). Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34, 107-115.
- Healy, P., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. doi: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hirshleifer, D., Hou, K., & Teoh, S. H. (2012). The accrual anomaly: risk or mispricing? *Management Science*, 58(2), 320-335.
- Holanda, A. P., Rebouças, S. M. D. P., & Coelho, A. C. D. (2013). Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. *Contexto*, 13(25).
- Howe, J. S., & Houston, R. (2016). Earnings management, earnings surprises, and distressed firms. *Accounting and Finance Research*, 5(1), 64-87.
- Hsu, G. C. M., & Koh, P.-S. (2005). Does the Presence of Institutional Investors Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 809-823. doi: 10.1111/j.1467-8683.2005.00472.x
- Iñiguez, R., & Poveda, F. (2004). Long-run abnormal returns and income smoothing in the Spanish stock market. *European Accounting Review*, 13(1), 105-130. doi: 10.1080/0963818032000138224
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191-201. doi: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2008.08.011>
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1984). Stock returns and SUEs during the 1970's. *The Journal of Portfolio Management*, 10(2), 18-22.
- Jones, C. P., Rendleman, R. J., & Latané, H. A. (1985). Earnings announcements. *The Journal of Portfolio Management*, 11(3), 28.
- Jung, B., Soderstrom, N., & Yang, Y. S. (2013). Earnings smoothing activities of firms to manage credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645-676.
- Ke, B., & Petroni, K. (2004). How informed are actively trading institutional investors? Evidence from their trading behavior before a break in a string of consecutive earnings increases. *Journal of Accounting Research*, 42(5), 895-927.
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2015). Impacto da convergencia contabil internacional na suavizacao de resultados em empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 12(2), 1.
- Koh, P.-S. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *The British Accounting Review*, 35(2), 105-128.
- Kolozsvari, A. C., & Macedo, M. A. d. S. (2016). Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(72), 306-319.
- Lambert, R. A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behavior. *Accounting review*, 59(4), 604-618.
- Latané, H. A., & Jones, C. P. (1977). Standardized unexpected earnings a progress report. *The Journal of Finance*, 32(5), 1457-1465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1977.tb03347.x
- Lel, U. (2019). The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. *Journal of International Business Studies*, 50(6), 895-922.
- Lento, C., Cotter, J., & Tutticci, I. (2016). Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark? *Australian Journal of Management*, 41(4), 633-655. doi: 10.1177/0312896216641600
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal Of Financial Economics*, 69(3), 505-527. doi: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153-192. doi: 10.2307/2491070
- Lev, B., & Kunitzky, S. (1974). On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. *The Accounting Review*, 49(2), 259-270.
- Levitt, A. (1998). The importance of high quality accounting standards. *Accounting Horizons*, 12(1), 79.
- Li, K., Lockwood, J., & Miao, H. (2017). Risk-shifting, equity risk, and the distress puzzle. *Journal of Corporate Finance*, 44, 275-288.
- Lima, A. S. d., Carvalho, E. V. A. d., Paulo, E., & Girão, L. F. d. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.

- Lima, G. A. S. F. d., Góis, A. D., Luca, M. M. M., & Sousa, E. P. (2018). Effect of institutional investor participation on price lead earnings and earnings quality: international evidence. *Journal of International Accounting Research*, 17(1), 103-119.
- Lima, G. A. S. F. d., Yamamoto, M. M., Lima, I. S., & Malacrida, M. J. C. (2008). Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. *Revista de Informação Contábil*, 2(1), 1-18.
- Lima, I. S., Lima, G. A. S. F. d., & Pimentel, R. C. (2012). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais* (2 ed.). São Paulo: Atlas.
- Liu, S. (2018). Earnings management and institutional investor trading prior to earnings announcements. *China Finance Review International*. doi: 10.1108/CFRI-01-2018-0010
- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: O modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. (Doutorado Tese), USP, São Paulo.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração-RAUSP*, 42(1), 86-96.
- Lopez, T. J., & Rees, L. (2002). The Effect of Beating and Missing Analysts' Forecasts on the Information Content of Unexpected Earnings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(2), 155-184. doi: 10.1177/0148558X0201700204
- Lorencini, F. D., & Costa, F. M. d. (2012). Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 23(58), 52-64.
- Lyra, R. L. W. C. d., & Olinquevitch, J. L. (2007). Análise do conteúdo informacional dos investimentos em ativos imobilizados: um estudo de eventos em empresas negociadas na bovespa. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 39-54. doi: 10.4270/ruc.20073
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. doi: 10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x
- Martinez, A. L. (2006). Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? *REAd - Revista Eletrônica de Administração*, 12(3), 1-23.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 19(46).
- Martinez, A. L., & Castro, M. A. R. (2011). Bond Ratings and Income Smoothing in Brazil. *Latin American Business Review*, 12(2), 59-81. doi: 10.1080/10978526.2011.592793
- Martinez, A. L., & Salim, J. J. (2004). *Analisando as previsões de resultados contábeis dos analistas de empresas brasileiras*. Paper presented at the Encontro ANPAD XXVIII.
- Martins, V. G. (2016). *Mispricing dos accruals ou fator de risco? análise da influência do monitoramento externo no mercado brasileiro*. (Doutorado), Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa.
- Martins, V. G., Monte, P. A., & Machado, M. A. V. (2019). Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos Accruals: evidências do Brasil. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(1), 169-186.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90.

- McCahery, J. A., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2016). Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905-2932.
- Mellone Jr, G. (1999). *Evidências empíricas da relação cross-section entre retorno e earnings to price ratio e book to market ratio no mercado de ações no Brasil no período de 1995 a 1998*. Paper presented at the XXIII ENANPAD, Foz do Iguaçu.
- Michelson, S. E., Jordan-Wagner, J., & Wootton, C. W. (1995). A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 1179-1194.
- Paulo, E., Sarlo Neto, A., & Santos, M. A. C. d. (2013). Reação do preço das ações e intemperividade informacional do lucro contábil trimestral no Brasil. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(1), 54-79.
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303.
- Potin, S. A., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2016). Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 27(71), 202-2016. doi: 10.1590/1808-057x201602430
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings¹. *Journal Of Financial Economics*, 50(1), 101-122. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)
- Ribeiro, F., & Colauto, D. R. (2016). A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 27(70), 55-66.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos Accruals Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *BBR. Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408. doi: 10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81
- Sant'Anna, D. P., Louzada, L. C., Queiroz, E., & Ferreira, B. P. (2015). Valor de mercado e valor contábil e sua relação com os resultados anormais no mercado de capitais no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 3-13.
- Sarlo Neto, A., Teixeira, A. J. C., Loss, L., & Lopes, A. B. (2005). O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 46-58. doi: <https://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772005000100004>
- Schimmer, M., Levchenko, A., & Müller, S. (2015). Event Study Tools (Research Apps), St. Gallen. Disponível em <http://www.eventstudytools.com>. Acesso em 09 outubro de 2019.
- Schipper, K. (1991). Analysts' forecasts. *Accounting Horizons*, 5(4), 105.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. Pearson: 6th Edition.
- Sen, K. (2009). Earnings surprise and sophisticated investor preferences in India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5(1), 1-19. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2008.11.001>
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 15(5), 641-662. doi: [doi:10.1108/CG-11-2014-0140](https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140)
- Shiller, R. J., & Pound, J. (1989). Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(1), 47-66. doi: [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(89\)90076-0](https://doi.org/10.1016/0167-2681(89)90076-0)

- Silva, J. P. d., Gonçalves, R. D. S., Bonfim, M. P., & Niyama, J. K. (2018). Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na B3. *Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 48-76.
- Skinner, D., & Sloan, R. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312. doi: 10.1023/A:1020294523516
- Sousa, E. P. d. (2017). *Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos accruals*. Paper presented at the XVII International Conference in Accounting, São Paulo/SP.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974. doi: 10.1111/0022-1082.00079
- Thomson Reuters. (2020). Datastream.
- Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 127-139.
- Vaz, C. S. D. (2016). *O impacto no retorno dos portfólios compostos por empresas brasileiras dada a surpresa de lucro após a divulgação dos resultados*. (Mestre Dissertação), Insper Instituto de Ensino e Pesquisa São Paulo. (56)
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Vieira, V. A. (2009). Moderação, mediação, moderadora-mediadora e efeitos indiretos em modelagem de equações estruturais: uma aplicação no modelo de desconfirmação de expectativas. *Revista de Administração-RAUSP*, 44(1), 17-33.
- Whisman, M. A., & McClelland, G. H. (2005). Designing, testing, and interpreting interactions and moderator effects in family research. *Journal of family psychology*, 19(1), 111.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory econometrics: A modern approach*, 3rd. New York: Thomson.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76(3), 357-373.
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442-459.