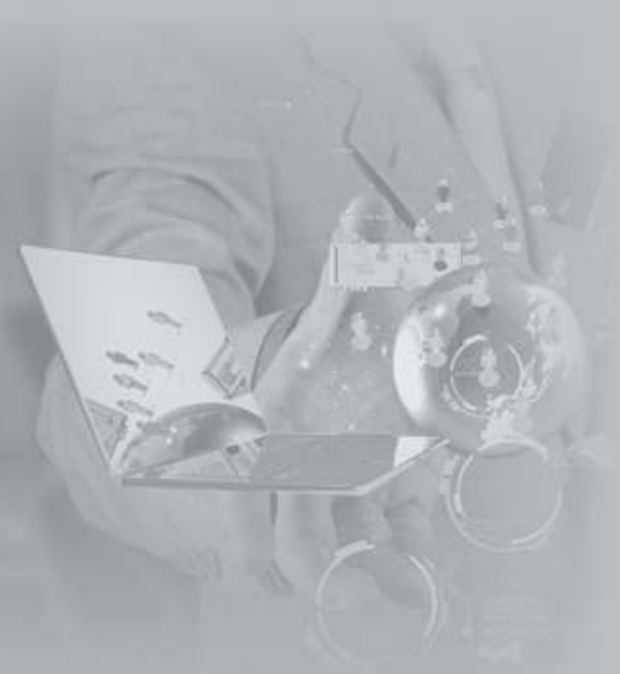
DOI: http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v15n44p9-23

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CUSTO DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA*

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN RESULTS-BASED MANAGEMENT AND COST OF EQUITY IN BRAZILIAN COMPANIES LISTED IN BM&FBOVESPA



GEOVANNE DIAS DE MOURA
Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professor da Universidade Comunitária da Região de Chapecó – UNOCHAPECÓ. ***Endereço:*** *Avenida Senador Attílio Fontana, 591-E, Bairro Efapi | 89.809-000 | Chapecó/SC | Brasil.*
E-mail: *geomoura@terra.com.br*

FRANCISCA FRANCIVÂNIA RODRIGUES RIBEIRO MACÊDO
Doutora em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professora da Universidade Estadual Vale do Acaraú – UVA. ***Endereço:*** *Avenida da Universidade, 850, Bairro Betânia | 62.040-370 | Sobral/CE | Brasil.*
E-mail: *francymacedo2011@gmail.com*

SADY MAZZIONI
Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professor da Universidade Comunitária da Região de Chapecó – UNOCHAPECÓ. ***Endereço:*** *Avenida Senador Attílio Fontana, 591-E, Bairro Efapi | 89.809-000 | Chapecó/SC | Brasil.*
E-mail: *sady@unochapeco.edu.br*

SILVANA DALMUTT KRUGER
Doutoranda em Contabilidade pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC. Professora da Universidade Comunitária da Região de Chapecó – UNOCHAPECÓ. Bolsista do Programa UNIEDU Pós-graduação. ***Endereço:*** *Avenida Senador Attílio Fontana, 591-E, Bairro Efapi | 89.809-000 | Chapecó/SC | Brasil.*
E-mail: *silvanak@unochapeco.edu.br*

RESUMO

O estudo objetivou analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital próprio e de terceiros em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados referentes ao período de 2010 a 2013 de uma amostra composta de 217 empresas. Os resultados evidenciaram que houve elevação do custo de capital próprio. No que tange ao custo de capital de terceiros, quando analisado por meio da variável Kd, constatou-se que ocorreu uma pequena redução de 31,81% para 28,37%. Ao analisar o custo de capital de terceiros, por meio da variável Ki, constatou-se que houve aumento de 23,94% para 30,13%. Os resultados evidenciaram destaque para os gerenciamentos de baixas proporções, principalmente a partir do ano de 2011. Também entre as empresas analisadas aquelas com menor gerenciamento de resultados não apresentavam menor custo de capital próprio e de terceiros.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Custo de capital próprio. Custo de capital de terceiros. Empresas brasileiras. BM&FBovespa.

*Artigo apresentado no 9º Congresso ANPCONT, Curitiba, 31 de maio a 03 de junho de 2015.

Submissão em 23/06/2015. **Revisão em** 23/07/2015. **Aceito em** 18/12/2015.

(cc) BY-NC

ABSTRACT

The study aimed at analyzing the relationship between results-based management and the company's cost of equity and its third party in Brazilian companies listed in BM&FBovespa. To this end, a descriptive research was conducted through documentary analysis and quantitative analysis of the data from 2010 to 2013 from a sample of 217 companies. The results revealed that the cost of equity rose in the period of 2010 to 2013. With respect to the cost of third party, when analyzed by Kd variable, it was found out a slight decrease from 31,81% to 28,37%. When analyzing the cost of third party by Ki variable, it was noticed an increase from 23,94% to 30,13% between 2010 and 2013. As for management, the results showed significance for the low proportion managements, especially since 2011. The results also showed that, among the analyzed companies, those with lower results-based management did not have lower cost of equity and third party.

Keywords: *Results-based management. Cost of equity. Cost of third party. Brazilian companies. BM&FBovespa.*

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais objetivos das demonstrações contábeis, conforme Barth, Konchitchki e Landsman (2013), é o de melhorar a tomada de decisões por parte dos investidores, financiadores e outros fornecedores de capital. Para isso, as demonstrações devem dispor de informações mais transparentes e de qualidade. Na medida em que as demonstrações contábeis de uma empresa, incluindo seus resultados, são mais transparentes, a incerteza em relação ao valor de seu patrimônio pode ser menor e, portanto, poderá desfrutar de um menor custo de capital.

O custo de capital, para Rakow (2010), é a taxa de juros que os fornecedores do capital da empresa utiliza para descontar fluxos de caixa futuros esperados. Nesse sentido, as informações contábeis de qualidade, segundo Iatridis (2012), podem reduzir a assimetria de informações entre os usuários da informação contábil, favorecer as previsões dos analistas e, posteriormente, levar à redução do custo de capital. Além disso, podem, inclusive, proporcionar melhores condições de financiamentos (ASHBAUGH-SKAIFE; COLLINS; LAFOND, 2006; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002).

Informações contábeis de qualidade são aquelas que refletem a verdadeira situação da entidade, nas quais o usuário pode se basear para a tomada de decisão. Quando ocorre a falta de transparência nas evidenciações contábeis, quando as demonstrações contábeis são manipuladas, ou, ainda, quando há número excessivo de itens não recorrentes, torna-se baixa a qualidade da informação para os usuários (PAULO; MARTINS, 2007; MOURA; THEISS; CUNHA, 2014).

A qualidade da informação contábil pode ser analisada por vários modelos que apreendem propriedades distintas quando de sua aplicação. Por exemplo, os autores Wang (2006), Lopes (2009), Almeida (2010), Moura, Theiss e Cunha (2014) atestaram que a qualidade da informação contábil poderia ser mensurada por meio das métricas gerenciamento de resultados, conservadorismo, relevância, tempestividade da informação, persistência e oportunidade.

Neste trabalho, optou-se por verificar a qualidade da informação contábil por meio do gerenciamento de resultados, assim como nos estudos de Barth, Landsman e Lang (2008), Dallabona (2011) e Moura; Theiss; Cunha (2014), que afirmam que os resultados contábeis das empresas que apresentam menor gerenciamento de resultados irão destacar maior qualidade nas informações contábeis.

Informações de má qualidade aumentam a assimetria de informação e contribuem para que os investidores tornem-se mais relutantes em investir seu capital. Também podem conduzir a situações de falta de liquidez do mercado, projeções mais equivocadas de analistas financeiros. Podem aumentar o risco de inadimplência e aumentar o custo de capital próprio (GE; KIM, 2014; GOTTI; MASTROLIA, 2014).

Na literatura, as evidências empíricas sobre a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital ainda são contraditórias. Estudos como os de Bharath, Sunder e Sunder (2008), Francis, Nanda e Olsson (2008), Gray, Koh e Tong (2009), Nardi *et al.* (2009), Barth, Konchitchki e Landsman (2013); Kim e Sohn (2013) e Ge e Kim (2014) demonstraram que o gerenciamento de resultados aumenta o custo de capital. Em contraste, os resultados de McInnis (2010) e Gotti e Matrolia (2014), por exemplo, evidenciaram que o gerenciamento de resultados não afetava o custo de capital.

Com base no exposto elaborou-se a pergunta de pesquisa que orienta este estudo: Qual a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital em empresas brasileiras de capital aberto? Assim, este estudo objetiva analisar a relação entre o gerenciamento

de resultados contábeis e o custo de capital próprio e de terceiros em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

A motivação para se trabalhar a temática em foco advém do progressivo interesse e notoriedade que o assunto gerenciamento de resultados e custo de capital vem recebendo em pesquisas científicas de diversos autores, bem como nas empresas dos mais variados setores econômicos. Também, devido a divergências constatadas em resultados de pesquisas anteriores de mesma natureza e que geram inquietações. Ainda, pelo reduzido número de estudos no contexto do mercado brasileiro. Além disso, pesquisas similares analisaram períodos anteriores ao trabalhado neste estudo.

O estudo está estruturado em sete seções, iniciando com esta introdução. Em seguida, apresenta o referencial teórico que aborda conteúdos sobre gerenciamento de resultados, custo de capital e estudos anteriores sobre a relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital. Após, apresenta os aspectos metodológicos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa. Em seguida, faz a descrição e a análise dos resultados e, por último, apresenta as conclusões.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção apresenta-se o referencial teórico que servirá de sustentação para o desenvolvimento do estudo empírico. Inicia-se com definições de gerenciamento de resultados. Na sequência, trata-se do custo de capital. Por fim, apresentam-se estudos anteriores sobre a relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital.

2.1 Gerenciamento de resultados

O gerenciamento de resultados tem sido palco de recorrentes discussões acadêmicas e assunto constante no ambiente empresarial (CHEN *et al*., 2010; KOTHARI; MIZIK; ROYCHOWDHURY, 2012). De acordo com Vladu e Cuzdriorean (2014), o gerenciamento de resultados é um dos temas mais atraentes na pesquisa contemporânea, além de ser uma das discussões atuais mais significativas na Contabilidade.

Tal preponderância não é de admirar. Afinal, como afirmaram Kothari, Mizik e Roychowdhury (2012), a gestão é uma importante fonte de informações financeiras para os investidores. Segundo os autores, a literatura de gerenciamento de resultados demonstra que os gestores geralmente deturpam de forma positiva a informação financeira da empresa, na esperança de inclinar a valorização do mercado de ações da entidade para cima. Os autores ainda comentam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer por meio de dois canais: a gestão dos rendimentos e a gestão das atividades.

Para Schipper (1989), o gerenciamento de resultados é uma intervenção proposital no processo de relato financeiro externo, com a intenção de obter algum ganho privado. Consoante Healy e Wahlen (1999) e Chen *et al.* (2010), estudos anteriores examinaram vários incentivos e abordagens do gerenciamento de resultados e mostraram que a sua infiltração chegou a um nível que compromete significativamente a integridade da informação financeira.

Destaca-se que pesquisas sobre a constatação da presença do gerenciamento de resultados no ambiente empresarial ocorrem em grande parte com base nos acréscimos agregados e/ou específicos, ou ainda na distribuição de lucros divulgados (MCNICHOLS, 2000).

Entretanto, Chen *et al.* (2010) esclarecem que os estudos sobre o assunto não oferecem entendimentos suficientes no que concerne ao alcance e ao âmbito dessa prática no mercado, considerando que os verdadeiros ganhos muitas vezes não são observáveis. Portanto, a inferência, a frequência e a magnitude do gerenciamento de resultados não são facilmente observáveis. Ademais, segundo Chen *et al*. (2010), a extensão e o escopo do gerenciamento de resultados estão relacionados com diferentes motivações.

Observa-se que diferentes resultados e escopos foram encontrados e aplicados na literatura sobre gerenciamento de resultados. Por exemplo, Healy e Palepu (1990) verificaram que as empresas gerenciam os resultados quando eles estão perto da restrição de dividendos. Dechow e Sloan (1991) propõem que os CEOs gerenciam lucros em seus últimos anos de mandato para maximizar os seus contratos de remuneração. Teoh, Welch e Wong (1998) mostraram que as empresas são mais propensas a inflar lucros divulgados antes de novas ofertas de ações.

Kim e Park (2005) sugeriram que algumas empresas tomam decisões contábeis oportunistas e emitem novas ações a preços inflacionados. Graham, Harvey e Rajgopal (2005) entrevistaram um grupo de 401 executivos financeiros e questionaram acerca dos fatores-chave que impulsionavam as decisões sobre os ganhos reportados e a divulgação voluntária e constataram que 78% deles mostraram-se dispostos em sacrificar valor econômico para gerenciar percepções de relatórios financeiros.

Doukakis (2014) constatou que a adoção do

IFRS obrigatório não teve impacto significativo nas práticas de gestão de resultados reais ou dos exercícios, enquanto Laksmana e Yang (2014) encontraram resultados mistos que em geral sugeriram que tanto a manipulação das acumulações contábeis pelo regime de competência para aumento de resultados quanto a manipulação baseada em atividade real são mais prevalecentes entre as empresas e indústrias de baixa concorrência do que nas de alta concorrência. Ademais, como informado por Gunny (2010), a literatura contábil empírica existente fornece evidências sobre a existência de gerenciamento de resultados para alcançar vários objetivos de resultados.

2.2 Custos de Capital

O custo de capital refere-se a quanto uma empresa consegue ter de retorno em seus investimentos. Segundo Martinez *et al*. (2001) e Assaf Neto, Lima e Araújo (2008), tal fato diz respeito a um custo de oportunidade por meio do qual a entidade espera obter a melhor proposta de investimento.

Já, para Castro Júnior, Conceição e Santos (2011) o custo de capital é aquele atribuído à taxa de retorno que a empresa deve alcançar sobre seus programas de investimentos, de modo que consiga preservar o valor de mercado que as suas ações possuem e, claro, granjear novos recursos. Em outras palavras, o custo de capital é a retribuição mínima reivindicada pelos investidores para que venham a destinar seus investimentos em determinada organização ou ativo.

Diante disso, infere-se que o custo de capital pode ser utilizado pela organização como uma maneira de estimar quanto um investimento é atrativo, além de servir de referência para se analisar o desempenho, a viabilidade operacional e a definição de uma estrutura de capital vantajosa (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008).

Francis, Nanda e Olsson (2008) e Rakow (2010) postulam que há uma relação de complementaridade entre o *disclosure* e o custo de capital. Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) destacam que uma apreensão apropriada e confiável do custo de capital é condição primordial para que haja um processo de tomada de decisão acertada.

A esse respeito, Gotti e Mastrolia (2014) ponderam ser a associação entre a divulgação voluntária e o custo de capital um conceito chave na geração dos relatórios financeiros. Pesquisas como as de Diamond e Verrecchia (1991), Welker (1995), Botosan (1997) e Botosan e Plumlee (2002) postulam que o aumento da divulgação poderia reduzir o custo do capital, seja por meio da diminuição do risco de estimativa ou pelo reforço da liquidez do mercado.

Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006) constataram empiricamente que o custo de capital próprio das empresas norte-americanas estava negativamente associado com a qualidade da informação financeira, a independência do conselho de administração e a percentagem de membros do conselho que possuíam provisões. Tran (2014) assevera que o número de *blockholders* está positivamente associado com o custo de capital próprio.

Cheng, Collins e Huang (2006) verificaram que empresas com regimes de direitos de acionistas mais fortes e níveis mais elevados de transparência financeira enfrentam menor custo de capital próprio. No tocante às empresas da Alemanha, Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) constataram uma relação negativa entre a sua pontuação de governança e os retornos das ações.

A esse respeito, Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2006), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004), Garmaise e Liu (2005) e Cheng, Collins e Huang (2006) encontraram evidências empíricas de que uma governança fraca aumenta a exposição das empresas ao risco sistemático e, consequentemente, majora o custo de capital próprio. Em resumo, todos esses estudos elencados encontraram uma associação negativa entre a qualidade da governança corporativa e o custo de capital próprio.

Tran (2014) destaca que há uma corrente de pesquisa amparada por estudos, como os de Barry e Brown (1985) e Coles e Loewenstein (1988), que asseveram que a informação é uma redutora do custo de capital próprio e, por conseguinte, do risco de estimativa dos investidores. Outra corrente, amparada por estudos, como os de Amihud e Mendelson (1986), Diamond e Verrecchia (1991) e Easley e O'Hara (2004), atesta que a informação reduz o custo de capital próprio e os custos de transação e aumenta a liquidez do mercado, proporcionando, com isso, maior procura por títulos.

Em suma, depreende-se que a partir do momento em que se prima por informações de qualidade e se tem um conhecimento correto dos custos de capital, bem como de todos os trâmites que ocorrem na empresa e aliado a isso, adotam-se boas práticas de governança, ter-se-á uma maior valorização das ações da entidade, pois, de acordo com Rogers, Securato e Ribeiro (2008), pode-se aumentar a liquidez das ações, diminuir o risco, reduzir o custo de capital ou, ainda, aumentar o retorno do investimento.

2.3 Pesquisas anteriores sobre a relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital

A seguir, estão descritos alguns estudos

similares que também analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital em companhias abertas, iniciando pela pesquisa de Bharath, Sunder e Sunder (2008), que investigaram o impacto do gerenciamento de resultados na contratação de financiamentos, examinando os preços e características dos contratos de empréstimo no momento da origem do crédito. A amostra foi composta de um conjunto de empresas americanas e o período analisado foi de 1988 a 2001. Verificaram que as empresas com maior gerenciamento em seus resultados enfrentavam cláusulas contratuais de vencimento do empréstimo mais rigorosas. Os custos de transação de empréstimos também eram significativamente mais elevados para as empresas que apresentaram maior gerenciamento de resultados. As taxas iniciais eram mais elevadas (16 a 37 por cento superiores), assim como as taxas anuais (50 por cento superiores).

Francis, Nanda e Olsson (2008) analisaram a relação entre a divulgação voluntária, gerenciamento de resultados e custo de capital em uma amostra de empresas americanas. O período analisado foi de 1992 a 2000. Perceberam que as empresas com boa qualidade dos resultados apresentavam divulgações voluntárias mais amplas do que empresas com baixa qualidade dos resultados. Também descobriram que mais divulgação voluntária estava associada a um menor custo de capital. No entanto, de acordo com a associação de complementaridade entre a divulgação e a qualidade dos resultados, constataram que o efeito de divulgação sobre o custo de capital era substancialmente reduzido ou desaparecia completamente, uma vez que estava condicionado à qualidade dos resultados.

Gray, Koh e Tong (2009) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital em um conjunto de empresas australianas. O período analisado foi de 1992 a 2005. Relataram que a qualidade da informação, ou seja, menor gerenciamento de resultados, importava para os participantes do mercado de capitais e resultava em consequências econômicas importantes para o custo de capital das empresas. Os resultados evidenciaram que o gerenciamento de resultados influenciava o aumento do custo de capital.

Nardi *et al*. (2009) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital próprio e de terceiros em uma amostra composta de empresas brasileiras de capital aberto. O período analisado foi de 2004 a 2006, anterior à adoção das normas internacionais de Contabilidade no Brasil. Os resultados apontaram a existência de relação positiva entre gerenciamento de resultados contábeis e custo da dívida, ou seja, quanto maior o nível de gerenciamento das empresas maior o custo de capital de terceiros. Mas não constataram qualquer relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital próprio.

McInnis (2010) analisou a relação entre suavização dos resultados e custo de capital em uma amostra composta de 6076 empresas americanas. O período analisado foi de 1975 a 2006 e os resultados evidenciaram que a suavização dos resultados não afetava o custo do capital na amostra analisada.

Barth, Konchitchki e Landsman (2013) analisaram a relação entre transparência dos resultados e custo de capital. Descreveram que as empresas com resultados mais transparentes eram aquelas cujos rendimentos melhor refletiam as mudanças no valor econômico. A amostra foi composta de um conjunto de empresas norte-americanas de capital aberto e não financeiras. O período analisado foi de 1974 a 2000. Forneceram evidências de que as empresas com resultados mais transparentes desfrutavam de um menor custo de capital.

Kim e Sohn (2013) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital em uma amostra composta de um conjunto de empresas norte-americanas de capital aberto e não financeiras. O período analisado foi de 1987 a 2011. Os resultados demonstraram que as atividades de gerenciamento de resultados prejudicam a qualidade da informação e a tomada de decisão dos investidores externos e, portanto, o mercado exige um prêmio mais elevado, em função do risco percebido.

Ge e Kim (2014) analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital em uma amostra composta de um conjunto de empresas norte-americanas de capital aberto e não financeiras. O período analisado foi de 1993 a 2009. Os resultados revelaram que os fornecedores de capital percebiam o gerenciamento de resultados como um fator de aumento de risco de crédito e, portanto, exigiam prêmios de alto risco.

Gotti e Matrolia (2014) analisaram a relação entre a divulgação de informações, a qualidade dos resultados e o custo de capital em uma amostra composta de emissores estrangeiros privados de diversos países. Os autores destacaram que os emissores estrangeiros privados estavam sujeitos a um número reduzido de exigências de governança corporativa em comparação com os emissores norte-americanos e foram identificados por meio de uma lista disponibilizada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC). O período analisado foi de 2000 a 2006 e a análise considerou a divisão da amostra em

empresas de ambientes institucionais fortes e fracos. No grupo de empresas de regimes fortes não encontraram relação entre as variáveis analisadas. Nas empresas de ambientes fracos descobriram que a isenção às práticas de governança estava associada a um maior custo de capital próprio. No entanto, a qualidade dos resultados não influenciava significativamente no custo de capital.

Verifica-se nos estudos apresentados que a maioria das investigações ocorreram em empresas americanas e em períodos anteriores a 2006. Portanto, esse assunto merece atenção em ambientes diversos, especialmente em países com condições não similares aos pesquisados, como é o caso do Brasil, que possui um ambiente institucional frágil, caracterizado por um mercado acionário menos ativo e com proteção legal aos direitos de propriedade significativamente inferiores ao de países como Estados Unidos, por exemplo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A fim de atender ao objetivo proposto no artigo, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&Fbovespa. As empresas que exerciam atividades financeiras e que não tinham informações necessárias para todas as variáveis utilizadas e em todos os anos investigados foram excluídas da amostra. Após os procedimentos metodológicos adotados, a amostra desta pesquisa foi composta de 217 companhias abertas.

O período de análise da pesquisa refere-se aos anos de 2010 a 2013. Adotou-se como marco inicial o ano de 2010 porque esse foi o período de adoção plena das normas internacionais de contabilidade no Brasil.

Inicialmente, foram calculados os índices de gerenciamento de resultados. Para isso, foi necessário determinar os *accruals* totais por meio da comparação entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional, calculado pelo método indireto. Após, por regressão matemática, estimaram-se os *accruals* discricionários. Todos os dados foram obtidos por meio do banco de dados Economática e para o cálculo da regressão linear, entre vários métodos, preferiu-se o modelo Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), conforme Equação 1:

$$AT_{it} = \alpha_1\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \alpha_2\left(\Delta RT_{it} - CR_{it}\right) + \alpha_3(AP_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{(Equação 1)}$$

Em que:

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

A_{it}-1 = Ativo total da empresa no final do período *t-1*;

ΔRT_{it} = Variação das receitas líquidas da empresa *i* do período t-1 para o período *t*;

ΔCR_{it} = Variação da conta duplicatas a receber (clientes) da empresa i do período *t-1* para o período *t*;

Ap_{it} = Saldo da conta Ativo Imobilizado e Ativo Diferido da empresa *i* no ano *t*;

ε_{it} = erro da regressão.

No cálculo, ocorreu a ponderação dos valores pelos ativos para evitar a influência do tamanho da empresa nos resultados. O modelo Jones Modificado é um dos mais utilizados na literatura. Fornece uma maior praticidade na execução. Além disso, o modelo Jones Modificado gera *accruals* sólidos ao desempenho e oportunismo, destacando os *accruals* discricionários. Como exemplo de estudos que utilizaram o modelo Jones Modificado podem ser citados Francis *et al*. (2002), Coelho e Lopes (2007), Nardi *et al*. (2009), Formigoni *et al*. (2012) e Silva *et al*. (2014).

Como *proxy* para o custo de capital próprio, assim como no estudo de Nardi *et al*. (2009), foi utilizada a variável beta, obtida diretamente no banco de dados Economática. O cálculo é realizado a partir das oscilações da ação de cada uma das empresas, conforme Equação 2:

$$\text{Beta} = \frac{Cov\,(R_i, R_m)}{\sigma 2\,(R_m)} \quad \text{(Equação 2)}$$

Em que:

$Cov(R_i, R_m)$ = Covariância entre o retorno da ação e o retorno de mercado;

$\sigma(R_m)$ = Variância do retorno de mercado.

Para análise do custo de capital de terceiros foram utilizadas as variáveis Ki e Kd, novamente, assim como no estudo de Nardi *et al*. (2009). Para o cálculo do Ki de cada empresa, foi aplicada a seguinte fórmula, de acordo com a Equação 3:

$$Ki_{j,t} = \frac{DF_{j,t}}{PO_{j,t}} \quad \text{(Equação 3)}$$

Em que:

Ki j, t = é o custo da dívida da empresa j no ano t;

DF j, t = é a despesa financeira de curto e longo prazo da empresa j no ano t;

PO j ,t = é o passivo oneroso da empresa j no ano t.

O passivo oneroso utilizado no cálculo do Ki foi obtido, de acordo com a Equação 4:

$$PO = FCP + FLP + DCP + DLP \quad \text{(Equação 4)}$$

Em que:
PO = Passivo oneroso;
FCP = financiamento de curto prazo;
FLP = financiamento de longo prazo;
DCP = debêntures de curto prazo;
DLP = debêntures de longo prazo.

Ressalta-se que para calcular a variável Ki o passivo oneroso foi obtido no final de cada ano. A variável Kd foi obtida diretamente no banco de dados Economática e, de modo contrário, o passivo oneroso foi obtido no início de cada ano.

Após a coleta dos dados, partiu-se para a análise. Inicialmente foi realizada uma análise descritiva das variáveis de gerenciamento de resultados, custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Para tal, foram usadas medidas de estatísticas descritivas (média e desvio padrão). Por fim, para analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital próprio e de terceiros, utilizou-se o teste de *Kolmogorov-Smirnov* para provar se a distribuição amostral de cada variável apresentava normalidade dos dados. O resultado do teste foi positivo para todas as variáveis. Dessa forma, optou-se por utilizar o coeficiente de correlação de *Pearson*.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados. Primeiramente, apresentam-se as estatísticas descritivas da variável beta, adotada como *proxy* de análise do custo de capital próprio do período de 2008 a 2010. Em seguida, as estatísticas descritivas das variáveis Kd e Ki, utilizadas para a análise do custo de capital de terceiros. Na sequência, apresentam-se os índices de gerenciamento de resultados. E, por último, demonstram-se os resultados da correlação de *Pearson* que possibilitou alcançar o objetivo do estudo.

Na Tabela 1, são apresentadas as estatísticas descritivas da variável beta (custo de capital próprio), das 217 empresas da amostra, no período de 2010 a 2013, de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa.

Tabela 1 – Estatística descritiva da variável beta (custo de capital próprio) do período de 2010 a 2013

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empr.	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
		2010		2011		2012		2013	
Bens industriais	29	0,64	0,49	0,68	0,50	0,67	0,51	0,45	0,41
Construção e transporte	46	0,31	0,53	0,70	0,68	0,86	0,64	0,73	0,66
Consumo cíclico	41	0,46	0,51	0,48	0,50	0,61	0,50	0,50	0,44
Consumo não cíclico	26	0,26	0,34	0,63	0,44	0,71	0,46	0,55	0,35
Materiais básicos	27	0,57	0,58	0,81	0,60	0,90	0,60	0,77	0,56
Petróleo, gás e biocomb.	1	1,10	-	1,07	-	1,05	-	1,09	-
Tecnologia da Inf.	6	0,60	0,59	0,84	0,36	0,75	0,32	0,47	0,29
Telecomunicações	6	0,40	0,27	0,33	0,23	0,31	0,22	0,28	0,16
Utilidade pública	35	0,35	0,36	0,37	0,33	0,39	0,38	0,28	0,27
Totais gerais	**217**	**0,43**	**0,49**	**0,60**	**0,54**	**0,68**	**0,54**	**0,54**	**0,50**

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 1 que no ano de 2010 o setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis se destacou com indicador de 1,10, que reflete maior custo de capital próprio. No entanto, cabe ressaltar que apenas uma empresa desse setor possuía dados para todas as variáveis analisadas. Destacaram-se, também, no ano de 2010, com indicadores mais elevados, as empresas do setor de bens industriais e as do setor de tecnologia da informação, com indicadores médios de 0,64 e 0,60, respectivamente, indicando que nesses setores encontram-se empresas com custo de capital próprio mais elevado.

No setor de petróleo, gás e biocombustíveis o indicador do custo de capital próprio manteve-se superior a 1 ao longo dos quatro anos analisados. No setor de bens industriais o indicador elevou-se para 0,68 em 2011, apresentou uma pequena redução para 0,67 em 2012 e uma redução maior, caindo para 0,45 em 2013. De modo similar, o indicador de 0,60 no setor de tecnologia da informação elevou-se para 0,84 em 2011, reduziu para 0,75 em 2012 e apresentou nova redução para 0,47 em 2013.

É possível observar, ainda na Tabela 1, que de modo contrário, os setores de consumo não cíclico

(0,26), construção e transporte (0,31) e utilidade pública (0,35) destacaram-se com os menores indicadores de custo de capital próprio no ano de 2010. No entanto, somente as empresas do setor de utilidade pública apresentaram no ano de 2013 (0,28) um custo de capital médio inferior ao que foi apresentado no ano de 2010. Além disso, o desvio padrão do setor de utilidade pública demonstra que há maior homogeneidade nos indicadores entre as empresas.

Nota-se na Tabela 1, de modo geral, que o custo de capital próprio foi crescente no período de 2010 a 2012, pois o indicador elevou-se de 0,43 em 2010, para 0,68 em 2012. No ano de 2013 ocorreu uma redução no índice médio equivalente a 0,54.

Na Tabela 2, estão expostas as estatísticas descritivas da variável Kd (custo de capital de terceiros) das 217 empresas da amostra, no período de 2010 a 2013, de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa.

Tabela 2 – Estatística descritiva da variável Kd (custo de capital de terceiros) do período de 2010 a 2013

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empr.	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
		2010		2011		2012		2013	
Bens industriais	29	23,13	21,65	27,00	24,22	23,30	21,76	26,59	28,62
Construção e transporte	46	26,69	56,02	27,07	47,87	19,97	34,52	18,14	36,06
Consumo cíclico	41	59,30	89,49	53,46	97,33	45,95	94,78	50,50	121,79
Consumo não cíclico	26	27,23	20,43	32,14	22,48	30,86	27,04	38,11	45,00
Materiais básicos	27	37,49	45,48	39,88	45,39	30,19	36,79	27,71	26,68
Petróleo, gás e biocomb.	1	3,30	-	5,40	-	7,00	-	5,20	-
Tecnologia da Inf.	6	34,35	27,94	28,43	16,68	20,75	5,94	22,42	6,89
Telecomunicações	6	18,33	3,96	31,42	19,88	26,23	16,09	19,57	19,15
Utilidade pública	35	15,26	7,26	17,55	11,04	15,89	7,79	13,82	6,97
Totais gerais	**217**	**31,81**	**52,35**	**32,77**	**52,82**	**27,38**	**48,41**	**28,37**	**60,24**

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 2 que, no ano de 2010, o setor econômico de consumo cíclico se destacou com o maior indicador médio, equivalente a 59,30%, ou seja, o resultado evidencia que o custo de capital de terceiros é superior nas empresas desse setor. Destaca-se também que o desvio padrão aponta diferenças consideráveis nos indicadores entre as empresas.

Destacaram-se também, no ano de 2010, com indicadores mais elevados, as empresas dos setores de materiais básicos e de tecnologia da informação, com indicadores médios de 37,49% e 34,35%, respectivamente, mostrando que nesses setores encontram-se empresas com custo de capital de terceiros mais elevados.

É importante ressaltar que os três setores apresentaram no ano de 2013 indicadores de custo de capital de terceiros inferiores aos apresentados no ano de 2010. No setor de consumo cíclico o indicador equivalente a 59,30% em 2010 caiu para 50,50% em 2013. Nos setores de materiais básicos e de tecnologia da informação os indicadores médios de 37,49% e 34,35% reduziram-se para 27,71% e 22,42%, respectivamente.

De modo contrário, verifica-se na Tabela 2 que os setores de petróleo, gás e biocombustíveis (3,30%), utilidade pública (15,26%) e telecomunicações (18,33%) destacaram-se com os menores indicadores de custo de capital de terceiros no ano de 2010. As empresas do setor de utilidade pública e telecomunicações estão entre aquelas que possuem os menores desvios-padrão ao longo de todo o período analisado, ou seja, maior homogeneidade nos indicadores. No entanto, somente as empresas do setor de utilidade pública apresentaram no ano de 2013 (13,82%) um custo de capital de terceiros médio inferior ao que foi identificado no ano de 2010.

É possível perceber na Tabela 2, de modo geral, que o custo de capital de terceiros apresentou uma pequena redução de 31,81% para 28,37% no período de 2010 a 2013. O indicador, inicialmente elevou-se para 32,77% em 2011, reduziu-se para 27,38% em 2012 e, novamente, elevou-se para 28,37% no ano de 2013.

Na Tabela 3, estão expostas as estatísticas descritivas da variável Ki (custo de capital de terceiros) das 217 empresas da amostra, no período de 2010 a 2013, também de acordo com os setores econômicos da BM&FBovespa.

Em relação à variável Ki, é possível verificar na Tabela 3 que no ano de 2010 o setor econômico de consumo cíclico, mais uma vez, se destacou com o

Tabela 3 – Estatística descritiva da variável Ki (custo de capital de terceiros) do período de 2010 a 2013

Setor econômico da BM&FBovespa	Nº empr.	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
		2010		2011		2012		2013	
Bens industriais	29	19,51	20,38	22,35	27,62	22,58	27,21	21,59	25,09
Construção e transporte	46	24,46	66,46	17,43	36,43	16,39	35,38	18,70	45,87
Consumo cíclico	41	38,43	66,77	44,35	110,02	42,57	88,78	47,35	109,74
Consumo não cíclico	26	22,87	20,05	21,72	14,68	27,05	29,99	35,21	49,58
Materiais básicos	27	27,26	35,19	33,45	42,74	26,71	28,41	58,87	165,13
Petróleo, gás e biocomb.	1	2,74	-	4,05	-	5,56	-	3,77	-
Tecnologia da Inf.	6	17,77	9,86	21,97	10,89	22,07	8,85	20,71	12,03
Telecomunicações	6	18,66	9,12	18,09	6,74	20,17	10,75	13,63	4,05
Utilidade pública	35	10,72	5,18	11,81	7,54	11,80	8,50	11,30	7,47
Totais gerais	**217**	**23,94**	**45,60**	**24,86**	**54,78**	**24,20**	**46,26**	**30,13**	**81,24**

Fonte: Dados da pesquisa.

maior indicador médio, equivalente a 38,43%, demonstrando que o custo de capital de terceiros é superior nas empresas desse setor. O desvio padrão ao longo de todo o período reflete a existência de diferenças consideráveis nos indicadores entre as empresas.

Destacaram-se também, no ano de 2010, com indicadores mais elevados, as empresas dos setores de materiais básicos e de construção e transporte, com indicadores médios de 27,26% e 24,46%, respectivamente. Nesses setores também encontram-se empresas com custo de capital de terceiros mais elevados.

Destaca-se que somente as empresas do setor de construção e transporte apresentaram redução do custo de capital ao longo do período, pois o indicador caiu de 24,46% em 2010 para 18,70% em 2013. No setor de consumo cíclico o indicador, que era de 38,43% em 2010, elevou-se para 47,35% em 2013. No setor de materiais básicos o aumento foi ainda maior, pois elevou-se de 27,26% em 2010 para 58,87% em 2013.

De modo contrário, verifica-se na Tabela 2 que, outra vez, os setores de petróleo, gás e biocombustíveis (2,74%) e utilidade pública (10,72%) e, ainda, o setor de tecnologia da informação (17,77%) destacaram-se com os menores indicadores de custo de capital de terceiros no ano de 2010. As empresas do setor de utilidade pública e tecnologia da informação estão entre aquelas que possuem os menores desvios-padrão ao longo de todo o período analisado, ou seja, maior homogeneidade nos indicadores. Destaca-se que as empresas dos três setores apresentaram aumento no indicador médio de custo de capital de terceiros de 2010 para 2013.

É possível observar, ainda, na Tabela 3, de modo geral, que o custo de capital de terceiros, quando analisado por meio da variável Ki, apresentou aumento de 23,94% para 30,13% no período de 2010 a 2013. O indicador, inicialmente elevou-se para 24,86% em 2011, teve uma pequena redução para 24,20% em 2012 e elevou-se para 30,13% no ano de 2013.

Na Tabela 4 apresentam-se os índices de gerenciamento de resultados das empresas da amostra, referentes ao período de 2010 a 2013.

Tabela 4 – Estatística descritiva dos índices de gerenciamento de resultados do período de 2010 a 2013

Ano	Índices	Quantidade de empresas	
		Nº	%
2010	**> -0,10**	48	22
	-0,10 a 0,00	57	26
	0,01 a 0,10	73	34
	> 0,10	39	18
2011	**> -0,10**	17	8
	-0,10 a 0,00	91	41
	0,01 a 0,10	92	42
	> 0,10	18	9

2012	**> -0,10**	17	8
	-0,10 a 0,00	84	39
	0,01 a 0,10	96	44
	> 0,10	20	9
2013	**> -0,10**	18	8
	-0,10 a 0,00	86	40
	0,01 a 0,10	102	47
	> 0,10	11	5

Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se na Tabela 4 que, no ano de 2010, de modo geral, 60% das 217 empresas que constituem a amostra da pesquisa possuíam índices variando entre -0,10 e 0,10, indicando que na maioria delas ocorreram gerenciamentos de baixas proporções. Dessas, 60%, ou seja, dentre essas 130 empresas, também é possível constatar que em 34% delas os ajustamentos de competência ocorreram para aumentar os resultados contábeis e em 26% dos casos o gerenciamento ocorreu para reduzir os resultados.

Em relação ao ano de 2011, é possível observar na Tabela 4 que o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções com índices negativos entre -0,10 e 0 e positivos entre 0,01 e 0,10 elevou-se para 183, ou seja, de 60% em 2010 para 83% em 2011. Dentre as 183 empresas, verifica-se na Tabela 4 que em 42% delas os ajustamentos de competência ocorreram para aumentar os resultados contábeis e em 41% dos casos o gerenciamento ocorreu para reduzir os resultados.

No ano de 2012, de modo geral, o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções e altas proporções manteve-se semelhante ao ano de 2011, ou seja, 83% e 17%, respectivamente. No entanto, houve um aumento no percentual de empresas que realizaram gerenciamentos positivos de baixas proporções (44%) e redução no percentual de empresas que realizaram gerenciamentos negativos de baixas proporções (39%).

Quanto ao ano de 2013, constata-se na Tabela 4 que o percentual de empresas que realizaram gerenciamentos positivos de baixas proporções elevou-se outra vez, passando de 44% em 2012 para 47% em 2013. O percentual de empresas que realizaram gerenciamentos negativos de menores proporções teve um pequeno aumento de 39% para 40% em 2013. Destaca-se, ainda, no ano de 2013, que o percentual de empresas que realizaram gerenciamento positivo de maior proporção reduziu para apenas 5% do total de 217 empresas analisadas.

Na Tabela 5, evidenciam-se os coeficientes de correlação de *Pearson* com o objetivo de analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital próprio e de terceiros nas 217 empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, que compõem a amostra.

Tabela 5 – Correlação das variáveis

PAINEL A - Empresas com índices de gerenciamento negativos								
ÍNDICES	**2010**		**2011**		**2012**		**2013**	
	Correl.	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**
Gerenc.								
Beta	-0,09	0,38	-0,08	0,45	-0,07	0,48	-0,05	0,66
Kd	-0,13	0,20	-0,09	0,42	-0,23	**0,02**	-0,06	0,61
Ki	-0,10	0,33	-0,10	0,33	-0,31	**0,00**	-0,10	0,36
PAINEL B - Empresas com índices de gerenciamento positivos								
ÍNDICES	**2010**		**2011**		**2012**		**2013**	
	Correl.	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**	**Correl.**	**Sig.**
Gerenc.								
Beta	-0,03	0,74	0,09	0,33	0,02	0,82	0,15	**0,08**
Kd	0,07	0,43	0,11	0,23	0,04	0,69	0,07	0,42
Ki	0,08	0,37	0,02	0,84	0,04	0,67	0,30	**0,00**

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto mais distante de zero foi o índice, seja positivo ou negativo, significa que ocorreu maior gerenciamento de resultados. Desse modo, para que a análise não fosse prejudicada, optou-se por realizar uma correlação com os dados das empresas que possuíam índices de gerenciamento negativo e outra correlação com os dados das empresas que possuíam índices de gerenciamento positivo, em cada um dos anos.

Dentre as empresas com índices de gerenciamento negativos, quanto menor o índice (mais negativo), maior deveria ser o custo de capital. Consequentemente, o resultado esperado no Painel A da Tabela 5 seria uma relação negativa e significativa entre a variável "gerenciamento" e as variáveis "Beta", "Kd" e "Ki".

No caso das empresas com índices de gerenciamento positivos, quanto maior o índice (mais positivo), maior deveria ser o custo de capital. Consequentemente, o resultado esperado no Painel B da Tabela 5 seria uma relação positiva e significativa entre a variável "gerenciamento" e as variáveis "Beta", "Kd" e "Ki".

Verifica-se no Painel A da Tabela 5 que nos quatro anos analisados (2010, 2011, 2012 e 2013) a variável gerenciamento apresentou correlação negativa com as variáveis beta (custo de capital próprio), Kd e Ki (custo de capital de terceiros). No entanto, os resultados foram estatisticamente significantes somente no ano de 2012 e apenas para as variáveis Kd e Ki. Apesar da falta de significância, os coeficientes negativos da correlação, expostos no Painel A da Tabela 5, dão indícios de que as empresas que realizaram maior gerenciamento para reduzir resultados possuem maior custo de capital próprio e de terceiros.

É possível verificar ainda, no Painel B da Tabela 5, que, com exceção da variável beta no ano de 2010, nos quatro anos analisados, a variável gerenciamento apresentou correlação positiva com as variáveis beta (custo de capital próprio), Kd e Ki (custo de capital de terceiros). Porém, os resultados foram estatisticamente significantes somente no ano de 2013 e apenas para as variáveis beta e Ki. Apesar da falta de significância, os coeficientes da correlação, outra vez, dão indícios de que as empresas que realizaram maior gerenciamento possuem maior custo de capital próprio e de terceiros.

Portanto, os resultados sinalizam que entre as 217 empresas listadas na BM&FBovespa, aquelas com maiores índices de gerenciamento de resultados possuem maior custo de capital próprio e de terceiros. Todavia, a falta de significância estatística não permite afirmar que os resultados são confiáveis.

Esses resultados estão em discordância com os evidenciados em pesquisas anteriores, tais como as de Bharath, Sunder e Sunder (2008), Francis, Nanda e Olsson (2008), Gray, Koh e Tong (2009), Nardi *et al.* (2009), Barth, Konchitchki e Landsman (2013); Kim e Sohn (2013) e Ge e Kim (2014). Todavia, estão em consonância com os achados de McInnis (2010) e Gotti e Matrolia (2014), por exemplo.

A principal justificativa para a falta de relação significante entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital nas empresas brasileiras recai sobre o fato de que a qualidade da informação contábil dessas empresas, situadas em ambientes institucionais considerados frágeis, caso do Brasil, tende a ser inferior à qualidade da informação de empresas situadas em ambientes institucionais fortes, caso dos Estados Unidos, por exemplo, o que implica que a informação contábil poder ser menos útil no momento da tomada de decisão (BALL *et al*., 2003; MORCK *et al*., 2000; IATRIDIS, 2012).

5 CONCLUSÕES

O estudo objetivou analisar a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital próprio e de terceiros em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. Para tal, realizou-se pesquisa descritiva, conduzida por meio de análise documental e abordagem quantitativa dos dados referentes ao período de 2010 a 2013 de uma amostra composta de 217 empresas.

Os resultados revelaram que o custo de capital próprio, ao longo do período de 2010 a 2013, era superior nas empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustíveis, bens industriais e nas empresas do setor de tecnologia da informação. Constatou-se também que, de modo contrário, os setores de consumo não cíclico, construção e transporte e o setor de utilidade pública destacaram-se com as empresas que possuíam o menor custo de capital próprio. De modo geral, verificou-se ainda que o custo de capital próprio elevou-se no período de 2010 a 2012.

No que tange ao custo de capital de terceiros, quando analisado por meio da variável Kd, constatou-se que o custo era superior nas empresas dos setores de consumo cíclico, materiais básicos e de tecnologia da informação. Por outro lado, as empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustíveis, utilidade pública e telecomunicações destacaram-se com os menores indicadores médios de custo de capital de terceiros no período analisado. De modo geral, o custo de capital de terceiros apresentou uma pequena redução de 31,81% para 28,37%, no período de 2010 a 2013.

Ao analisar o custo de capital de terceiros, por

meio da variável Ki, constatou-se, mais uma vez, que os setores de consumo cíclico e de materiais básicos possuíam empresas com custo de capital superior. Também possuíam indicadores mais elevados as empresas do setor de construção e transporte. De modo contrário, constatou-se que, novamente, o setor de petróleo, gás e biocombustíveis e o setor de utilidade pública possuíam as empresas com os menores indicadores médios de custo de capital de terceiros no período analisado. De forma geral, percebeu-se que o custo de capital de terceiros, quando analisado por meio da variável Ki, apresentou aumento de 23,94% para 30,13%, no período de 2010 a 2013.

Quanto ao gerenciamento, os resultados evidenciaram que no ano de 2010, de modo geral, em 60% das 217 empresas da amostra ocorreram gerenciamentos de baixas proporções, na maioria dos casos para aumentar os resultados contábeis. Em relação ao ano de 2011, verificou-se que o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções aumentou para 183, ou seja, de 60% em 2010, elevou-se para 83% em 2011. No ano de 2012, de modo geral, o número de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções e altas proporções mantiveram-se semelhantes ao ano de 2011. Quanto ao ano de 2013, constatou-se que o percentual de empresas que realizaram gerenciamentos de baixas proporções elevou-se outra vez, passando de 83% em 2012 para 87% em 2013.

Por fim, os coeficientes da correlação de Pearson evidenciaram que, no caso das empresas com índices de gerenciamento negativos, a variável gerenciamento apresentou correlação negativa com as variáveis beta (custo de capital próprio), Kd e Ki (custo de capital de terceiros), indicando que maior gerenciamento para redução dos resultados estava associado com maior custo de capital próprio e de terceiros. Também evidenciaram, dentre as empresas com índices de gerenciamento positivos, com exceção da variável beta no ano de 2010, que a variável gerenciamento estava correlacionada positivamente com as variáveis beta (custo de capital próprio), Kd e Ki, indicando que maior gerenciamento para aumento dos resultados estava associado com maior custo de capital próprio e de terceiros. Porém, a falta de significância estatística na maioria dos casos não permitiu afirmar que os resultados sejam confiáveis.

Desse modo, os resultados encontram-se em discordância com os de pesquisas anteriores, tais como os estudos de Bharath, Sunder e Sunder (2008), Francis, Nanda e Olsson (2008), Gray, Koh e Tong (2009), Nardi *et al*. (2009), Barth, Konchitchki e Landsman (2013), Kim e Sohn (2013) e Ge e Kim (2014). Todavia, estão em consonância com os achados de McInnis (2010) e Gotti e Matrolia (2014), por exemplo.

Baseado em argumentos de estudos, como os de Ball *et al*. (2003), Morck *et al*. (2000) e Iatridis (2012), conclui-se que a falta de relação significativa entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital nas empresas brasileiras recai sobre o fato de que, de modo geral, a qualidade da informação contábil das empresas brasileiras tende a ser inferior à qualidade da informação de empresas situadas em ambientes institucionais fortes, como o dos Estados Unidos, por exemplo, o que implica que a informação contábil poder ser menos útil no momento da tomada de decisão e apresentar menor influência sobre o custo de capital.

Como recomendação para pesquisas futuras, sugere-se acompanhar os índices de gerenciamento de resultados e os indicadores do custo de capital próprio e de terceiros das empresas objeto do estudo. Também seria interessante verificar se o setor de atuação interfere nos resultados encontrados.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, J. E. F. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of financial Economics**, v. 17, n. 2, p. 223-249, 1986.

ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 42, n. 1, p. 203-243, 2006.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G; DE ARAÚJO, Adriana Maria Procópio. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.

BARRY, C. B.; BROWN, S. J. Limited information as a source of risk. **The Journal of Portfolio Management**, v. 12, n. 2, p. 66-72, 1986.

BARTH, M. E.; KONCHITCHKI, Y.; LANDSMAN, W. R. Cost of capital and earnings transparency. **Journal of Accounting and Economics**, v. 55, n. 2, p. 206-224, 2013.

BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International accounting standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BHARATH, S. T.; SUNDER, J.; SUNDER, S. V. Accounting quality and debt contracting. **The Accounting Review**, v. 83, n. 1, p. 1-28, 2008.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.

CASTRO JUNIOR, F. H. F.; CONCEIÇÃO, P. M.; SANTOS, D. A. A relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não-financeiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 70, n. 3, 2011.

CHEN, S. K.; LIN, B-X.; WANG, Y.; WU, L. The frequency and magnitude of earnings management: Time-series and multi-threshold comparisons. **International Review of Economics & Finance**, v. 19, n. 4, p. 671-685, 2010.

CHENG, C. S. A.; COLLINS, D.; HUANG, H. H. Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 27, n. 2, p. 175-204, 2006.

COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. SPE2, p. 121-144, 2007.

COLES, J. L.; LOEWENSTEIN, U. Equilibrium pricing and portfolio composition in the presence of uncertain parameters. **Journal of Financial Economics**, v. 22, n. 2, p. 279-303, 1988.

DALLABONA, L. F. **Qualidade das informações contábeis de empresas negociadas na BM&FBovespa**: aderência às normas internacionais de contabilidade. Dissertação de Mestrado. Universidade Regional de Blumenau, 2011.

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

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

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

DOUKAKIS, L. C. The Effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, p. 551–572, 2014.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. **European Financial Management**, v. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. Information and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1553-1583, 2004.

FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **Revista Base**, v. 9, n. 1, p. 41-52, 2012.

FRANCIS, J.; LAFOND, R.; OLSSON, P.; SCHIPPER, K. The market pricing of earnings quality. **Available at SSRN 414140**, 2002.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, Per. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, p. 53-99, 2008.

GARMAISE, M. J.; LIU, Jun, Corruption, Firm Governance, and the Cost of Capital. AFA 2005 Philadelphia Meetings Paper. **Available at SSRN**: http://ssrn.com/abstract=644017 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.644017.

GE, W.; KIM, J-B. Real earnings management and the cost of new corporate bonds. **Journal of Business Research**, v. 67, n. 4, p. 641-647, 2014.

GOTTI, G.; MASTROLIA, S. Cost of Capital for Exempt Foreign Private Issuers: Information Risk Effect or Earnings Quality Effect? It Depends. **The International Journal of Accounting**, v. 49, n. 2, p. 190-220, 2014.

GRAHAM, J.; HARVEY, C.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics,** v. 30, p. 3-73, 2005.

GRAY, P.; KOH, P-S.; TONG, Y. H. Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 36, n. 1-2, p. 51-72, 2009.

GUNNY, K. A. A relação entre os ganhos de Gestão Usando atividades reais Manipulação e desempenho futuro: As evidências de lucros Reunião Benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n.. 3, p. 855-888, 2010.

HEALY, P.; PALEPU, K. G. Effectiveness of accounting-based dividend covenants. **Journal of Accounting and Economics,** v. 12, p. 97-124, 1990.

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

IATRIDIS, G. E. Audit quality in common-law and code-law emerging markets: evidence on earnings conservatism, agency costs and cost of equity. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 2, p. 101-117, 2012.

KIM, Y.; PARK, M. S. Pricing of seasoned equity offers and earnings management. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, v. 40, p. 435-463, 2005.

KIM, J-B.; SOHN, B. C. Real earnings management and cost of capital. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 6, p. 518-543, 2013.

LAKSMANA, I.; YANG, Y-W. Product market competition and earnings management: Evidence from discretionary accruals and real activity manipulation. **Advances in Accounting**, 2014.

LOPES, A. B. **The relation between firm-specific corporate governance, cross-listing and the informativeness of accounting numbers in Brazil**. 2009. Tese de Doutorado. The University of Manchester.

MARTINEZ, A. L.; BRITO, L.; SILVA, P.R.; MARTINS, E. (2001). Custo de Oportunidade, Custo de Capital Próprio, EVA e MVA. In: MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de Empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas.

MCNICHOLS, M. F. Research design issues in earnings management studies. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 19, p. 313-345, 2000.

MCINNIS, J. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 315-341, 2010.

MOURA, G. D.; THEISS, V.; CUNHA, P. R. Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista BASE**, v. 11, n. 2, p. 111-122, 2014.

NARDI, P. C. C.; SILVA, R. L. M.; NAKAO, S. H.; VALLE, M. R. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009.

PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. *In*: Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 31, São Paulo, 2007. **Anais**... São Paulo, ANPAD, p. 1-16, 2007.

RAKOW, K. C. The effect of management earnings forecast characteristics on cost of equity capital. **Advances in Accounting**, v. 26, n. 1, p. 37-46, 2010.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **REGE Revista de Gestão**, v. 15, n. 1, p. 61-77, 2008.

ROYCHOWDHURY, S.; KOTHARI, S. P.; MIZIK, N.. Managing for the moment: The role of real activity versus accruals earnings management in SEO valuation. **Available at SSRN 1982826**, 2012.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 1, p. 91-102, 1989.

SILVA, A. F. D.; WEFFORT, E. F. J.; FLORES, E. D. S.; SILVA, G. P. D. Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. **Revista de Administração de Empresas**, v. 54, n. 3, p. 268-283, 2014.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, p. 63-99, 1998.

TRAN, D. H. Multiple corporate governance attributes and the cost of capital – Evidence from Germany. **The British Accounting Review**, v. 46, p. 179-197, 2014.

VLADU, A. B.; CUZDRIOREAN, D. D. Detecting Earnings Management: Insights from the Last Decade Leading Journals Published Research. **Procedia Economics and Finance**, v. 15, p. 695-703, 2014.

WANG, D. Founding family ownership and earnings quality. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 3, p. 619-656, 2006.

WELKER, M. Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets. **Contemporary accounting research**, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.