

19 a 21 de outubro Ponta Grossa - PR - Brasil

## **IMPACTOS DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM INSTABILIDADE POLÍTICA: EVIDÊNCIAS EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

### **IMPACTS OF RESULTS MANAGEMENT ON POLITICAL INSTABILITY: EVIDENCE IN BRAZILIAN COMPANIES**

#### **FINANÇAS: Finanças Corporativas**

Erica Juvercina Sobrinho, UFU, Brasil, erica@ufu.br

Antonio Sérgio Torres Penedo, UFU, Brasil, drpenedo@gmail.com

Vinicius Silva Pereira, UFU, Brasil, viniuss56@gmail.com

#### **Resumo**

Muitos estudos para mercados desenvolvidos concluíram que as empresas frequentemente relatam ganhos inflacionados por accruals (manipulação de ganhos através da exploração do critério contábil) ou atividades reais. Tais práticas parecem ser especialmente significativas em torno de eventos políticos importantes. Este estudo objetiva verificar a influência do gerenciamento de resultados, por meio dos accruals discricionários, no retorno anormal dos ativos financeiros de empresas listadas na bolsa B3 brasileira em período de instabilidade política (impeachment). Utilizou-se um teste paramétrico e um teste não paramétrico no período entre 2014 e 2018. Para verificar se o gerenciamento de resultados tende a aumentar o lucro com maior intensidade no primeiro ano anterior ao evento (H1b), o teste T não confirma se esse gerenciamento ocorre antes ou depois da instabilidade (H1a), porém, aponta o gerenciamento de resultados com tendência de redução no ano do impeachment. Ao aplicar dados em painel, não é explicitado se as empresas envolvidas no gerenciamento de resultados em períodos de instabilidade política apresentam retorno anormal ruim (H2). Os resultados mostram que a instabilidade política foi rapidamente compreendida pelo mercado financeiro de forma a praticamente anular a assimetria informacional que poderia gerar elevados níveis de gerenciamento.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados; Instabilidades políticas; Impeachment

#### **Abstract**

*Many studies for developed markets have concluded that companies often report gains inflated by accruals (manipulation of gains through the exploitation of accounting criteria) or real activities. Such practices appear to be especially significant around important political events. This study aims to verify the influence of earnings management, through discretionary accruals, on the abnormal return on financial assets of companies listed on the Brazilian B3 exchange in a period of political instability (impeachment). A parametric test and a non-parametric test were used in the period between 2014 and 2018. To verify whether earnings management tends to increase profit more intensely in the first year prior to the event (H1b), the T test does not confirm whether this management occurs before or after instability (H1a), however, it points to earnings management with a downward trend in the year of impeachment. When applying panel data, it is not made clear whether companies involved in earnings management in periods of political instability have abnormally poor returns (H2). The results show that political instability was quickly understood by the financial market in order to practically cancel the informational asymmetry that could generate high levels of management.*

**Keywords:** Results management; Political instabilities; Impeachment.

## 1. INTRODUÇÃO

A qualidade dos ganhos é um dos problemas mais discutidos em finanças e contabilidade contemporâneas. Muitos estudos para mercados desenvolvidos concluíram que as empresas frequentemente relatam ganhos inflacionados por *accruals* (manipulação de ganhos através da exploração do critério contábil) ou atividades reais (Lizinska & Czapiewski, 2018). Tais práticas parecem ser especialmente significativas em torno de eventos políticos importantes.

Um desses marcos que afeta o retorno de investimentos é a instabilidade política. A relação entre instabilidade política e mercados de ações tem sido amplamente examinada na literatura empírica (Asteriou & Sarantis, 2016), especialmente após a crise financeira de 2008. Diamante et al. (1996) e Lehkonen & Heimonen (2015) mostram que uma redução no risco político pode levar a maiores retornos de portfólio em ações. Por outro lado, outros estudos identificaram que retornos normais podem estar relacionados a eventos políticos de forma que os mercados estavam bem informados e, aparentemente, se ajustaram imediatamente anulando uma possível assimetria informacional (Batista, Maia, & Romero, 2018).

Um desequilíbrio político pode ser a gênese de um desequilíbrio econômico e, conseqüentemente, afetar o mercado financeiro. Posteriormente, resultados anormais podem surgir. Batista, Maia & Romero (2018) reconheceram a relevância de abordar aspectos da política e as interações no mercado de ações. Fisman (2001) identificou que o valor de mercado das empresas politicamente conectadas na Indonésia sob o presidente Suharto declinou mais quando rumores adversos circularam sobre sua saúde, ou seja, os preços das ações das empresas conectadas caíram mais do que os preços das empresas menos conectadas à figura política. Essa constatação está alinhada com os resultados de Ramalho (2004), em que o mercado brasileiro identificou o impeachment de Fernando Collor como enfraquecedor do valor das conexões políticas dos parentes e amigos do então presidente e, paralelamente, o preço das ações de empresas dos concorrentes reagiram positivamente às informações do evento. Batista, Maia e Romero (2018) analisaram a problemática política observada no Brasil após as eleições de 2014 e identificaram que a cobertura da mídia possibilitou que o mercado brasileiro se ajustasse rapidamente à expectativa de resultados pró-impeachment de Dilma Rousseff, de forma a não identificar retornos anormais na precificação das ações.

Empresas politicamente conectadas possuem mais probabilidade de utilizar o gerenciamento de resultados com base no regime de competência (Braam, Nandy, Weitzel, & Lodh, 2015; Christofzik, 2019). Existem dois tipos de gerenciamento de ganhos: gerenciamento eficiente de ganhos (ou seja, para melhorar os ganhos de formatação na comunicação de informações privadas) e gerenciamento oportunista de ganhos (ou seja, o gerenciamento relata ganhos oportunisticamente para maximizar sua utilidade) (Scott, 2009).

Considerando que as pessoas possuem uma preferência natural pela certeza, os gestores utilizam de diferentes estratégias de gerenciamento de resultados com o intuito de demonstrar uma qualidade razoável dos resultados que atenda às expectativas dos acionistas (Ahmadpour & Shahsavari, 2016), indicando a estabilidade esperada ou, ainda, a fim de enganar as partes interessadas sobre as condições econômicas da empresa (Sayari & Omri, 2017). Um dos métodos de gerenciamento de resultados de alguns gerentes é inflar estimativas (Yang & Abeysekera, 2019). Quando o desempenho é desejável, a administração pode usar técnicas e estimativas contábeis e aumentar o valor da empresa (Li, Abeysekera, & Ma, 2011), sendo o

método com base nos *accruals* um dos mais disseminados nos estudos empíricos (Balsam et al. (2002), Subramanyam (1996), Krishnan (2003), Siregar & Utama (2008) e Kothari et al. (2005), Formigoni, Segura & Mantovani (2016), Sayari & Omri (2017)) e de fácil detecção (Ahmadpour & Shabsavari, 2016).

Vale destacar que os indicadores contábeis publicados pelas empresas continuam sendo uma fonte privilegiada de informações para o mercado financeiro. Apesar disso, podem ser manipulados pelos gestores diante de instabilidades políticas. Assim, o objetivo do presente estudo empírico é comparar o desempenho do preço das ações que usam o gerenciamento de resultados com o desempenho das empresas que não parecem se envolver nessa atividade, a fim de avaliar os efeitos antes e depois de instabilidade política extrema das empresas brasileiras de capital aberto. Dessa forma, o problema de pesquisa é analisar a influência do gerenciamento de resultados em situações de instabilidades políticas. Para tanto, tem-se foco em períodos que cercam o processo de impeachment presidencial brasileiro para identificar de maneira plausível o efeito de mudanças na conexão política sobre o retorno dos ativos financeiros.

Esta pesquisa contribui com a literatura. Inicialmente, é o primeiro estudo analisando o impacto da instabilidade política decorrente de processo de impeachment no gerenciamento de resultados no Brasil. Segundo, estende a literatura existente. Terceiro, esta pesquisa pode ser uma referência para auxiliar os analistas, reguladores e outros usuários das informações contábeis e do mercado financeiro, melhorando as decisões das diferentes partes no mercado. Quarto, orienta a sociedade sobre a interação entre o ambiente político, econômico e financeiro e seus respectivos impactos em mercados emergentes. Quinto, explicita que a precificação de uma instabilidade política pode não ocorrer no curto prazo.

Se for possível entender os motivos que levam ao gerenciamento de resultados e como é alcançado, será possível prevenir efetivamente ocorrências futuras. Por outro lado, compreender essa estratégia pode revelar que nem toda manipulação é ruim, pois dentro de limites, pode promover decisões eficientes, já que pode estar intrinsecamente vinculada para servir a múltiplas funções. O estudo de instabilidade política em um contexto de país que permita idiosincrasias, para cada país em particular, é de grande importância para a compreensão do papel dessa situação na estabilidade do mercado de ações e é de grande importância para investidores e reguladores de mercado.

## 2. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Em termos gerais, economia e política devem estar alinhadas para que as regras estejam claras entre os agentes participantes, já que momentos de crise em uma dessas esferas sociais podem trazer, como resultado, inconsistências no mercado e, por sua vez, assimetria nas informações contábeis. Nesse sentido, os dados contidos na informação contábil podem emergir de ajustes de natureza discricionária e não apresentar fidedignidade (Domingos, Ponte, Paulo, & Alencar, 2017). Lafond & Watts (2008) questionam a assimetria informacional entre investidores internos e externos e argumentam que o tempo dos gestores gasto com manipulação para distorcer o valor da empresa gera custos de agência e pode alterar o valor da empresa.

A estratégia que usa a flexibilidade na tomada de decisões para alocação de recursos refere-se ao gerenciamento de resultados. Healy & Wahlen (1999) definem gerenciamento de

resultados como julgamento em relatórios financeiros e na estruturação de transações para alterar relatórios financeiros para enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa ou influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados. Essa oportunidade para as empresas gerir os seus resultados, diminuindo a qualidade informacional ocorre quando os gerentes exercem sua discricção sobre os números contábeis com ou sem restrições. Conforme Ronen & Yaari (2008), quando o gerenciamento de resultados maximiza o valor da empresa, é considerado economicamente eficiente, entretanto, quando não maximiza o valor da empresa, o gerenciamento de resultados é oportunista.

As empresas podem usar várias estratégias de gerenciamento de resultados. No entanto, o grau de liberdade concedido pelas regras contábeis permite que os gerentes manipulem as demonstrações contábeis para fins discricionários, com o intuito de enganar as partes interessadas sobre as condições econômicas da empresa (Sayari & Omri, 2017; Yang & Abeysekera, 2019). Essa ferramenta é um guarda-chuva para atos que afetam os ganhos contábeis relatados ou sua interpretação, a partir de decisões de produção e investimento que determinam parcialmente os ganhos econômicos subjacentes, passando pela escolha do tratamento contábil e pelo tamanho dos *accruals* na preparação dos relatórios periódicos. Vale ressaltar que os *accruals* discricionários são conhecidos há muito tempo como proxies do gerenciamento de resultados (McNichols & Stubben, 2018; Soon Kim, Young Chung, Hwon Lee, & Cho, 2019).

Todos os registros contábeis que modificam a soma do fluxo de caixa para fins de relatórios financeiros, a fim de gerar uma medida resumida do desempenho da empresa em um determinado período, é denominado de *accrual*. Os *accruals* surgem com a discrepância entre o momento do fluxo de caixa (operacional) e o reconhecimento contábil da transação. O fluxo de caixa futuro esperado é acumulado enquanto o fluxo de caixa de períodos anteriores é diferido de acordo com a transação comercial subjacente e o critério dos preparadores. O estudo de Teoh et al. (1998) foi um dos primeiros a encontrar *accruals* discricionários positivos prevendo os preços das ações no longo prazo.

Um elemento importante nos relatórios financeiros é que o fluxo de caixa das operações, somado aos *accruals*, determinam os ganhos contábeis (Roosenboom, Goot, & Mertens, 2003). As empresas podem usar os *accruals* para gerenciar ganhos e outras contas, no entanto, essas técnicas têm um alto risco de serem detectadas pelos participantes do mercado de capitais. Elevado nível de *accruals* pode ser uma notícia ruim quando uma empresa apresenta um histórico baseado em *accruals* que não se convertem em fluxo de caixa futuro (Gray, Liao, & Strydom, 2018). Também podem tornar o trabalho de previsão dos analistas financeiros ineficiente pelo uso excessivo (Liu & Schneible, 2017).

Esse elevado uso de *accruals* está associado a ganhos subsequentes baixos, sendo consistente com a ideia de que as mudanças no setor ajudam a explicar esse vínculo por atrair novos entrantes no setor vislumbrados com lucratividade anormalmente alta (Lewellen & Resutek, 2019). Elevados *accruals* possibilitam maiores retornos anormais (Xu & Lacinia, 2009) e se correlacionam com mudanças transitórias nas margens de lucro ao prever lucros subsequentes mais baixos (Lewellen & Resutek, 2019).

**H<sub>1a</sub>.** Os *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados) tendem a aumentar mais o lucro no período anterior à instabilidade política do que em períodos posteriores.

**H1b.** Os *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados) tendem a aumentar mais o lucro no primeiro ano do que em períodos posteriores.

Para os gestores, evitar o declínio dos ganhos recebe maior prioridade e atenção por meio do uso de *accruals* discricionários (Barua, Kim, & Yi, 2019). Burgstahler & Dichev (1997) concluem que é preferível evitar perdas do que diminuir os ganhos. Dechow, Richardson, & Tuna (2003) documentam que a proporção de empresas que evitam surpresas negativas nos lucros predomina. Brown & Caylor (2005) descobrem que os gerentes se concentram mais em evitar perdas ou em diminuir os ganhos, o que é consistente com DeGeorge, Patel, & Zeckhauser (1999), em que as recompensas do mercado por evitar surpresas negativas nos lucros tornam-se maiores do que evitar perdas e evitar quedas nos lucros.

De qualquer forma, os padrões contábeis indicam aos gestores quando e como usar os *accruals*. Os *accruals* são decorrentes do efeito de escolhas contábeis da administração e podem ser decompostos em componentes discricionários e não discricionários (Jones, 1991). Gestores tendem a usar maior quantidade de *accruals* discricionários para evitar declínios nos lucros e a menor quantidade de *accruals* discricionários para evitar surpresas negativas nos lucros (Barua et al., 2019), pela necessidade de suavização de resultados, redução da volatilidade dos retornos das ações além de sinalizar potencial crescimento futuro. Os *accruals* discricionários representam tentativas dos gestores de sinalizar o desempenho futuro da empresa (Chen & Gong, 2019). O problema dos *accruals* discricionários é que eles não são observáveis e, por isso, vários métodos de estimativa foram desenvolvidos.

Os modelos de mensuração de *accruals* discricionários dominam a literatura de gerenciamento de resultados. No modelo disseminado na literatura, Jones (1991) separa os acréscimos discricionários dos acréscimos não discricionários quando examina a demanda dos reguladores pelos números de ganhos durante as investigações de alívio de importação; a mesma abordagem para detectar o gerenciamento de resultados foi examinada mais adiante por Dechow, Sloan & Sweeney (1995), Bartov, Gul & Tsui (2001), Dechow & Dichev (2002), Kang (1999), Kothari, Leone & Wasley (2005), Ye, (2007) e Yang & Abeysekera (2019).

### 3. INSTABILIDADES POLÍTICAS

A literatura aponta que os fatores políticos influenciam os retornos e os níveis de risco dos ativos financeiros, com a constatação de que a incerteza do mercado tende a aumentar à medida que se aproxima o desfecho e a incerteza sobre o resultado (Smales, 2015). O ambiente político, em mercados emergentes, desempenha importante papel na mitigação do gerenciamento de resultados (Xu & Lacina, 2009). Dessa forma, o movimento dos índices de ações responde às mudanças nos fundamentos macroeconômicos (E. J. Kacprzyk, 2012).

É fato que as empresas tendem a gerenciar seus resultados sob pressão política (El Diri, 2018) e a instabilidade política afeta as expectativas sobre o nível e a variabilidade dos retornos ao investimento (Burger, Ianchovichina, & Rijkers, 2015). Claessens, Feijen e Laeven (2008) destacam que, em um ambiente com muitas distorções, as conexões políticas podem ter um impacto significativo no valor da empresa. Por outro lado, (Campos & Nugent, 2003) identificaram que o aumento na instabilidade política causa um aumento nos investimentos, decorrente, possivelmente, dos benefícios a longo prazo da incerteza. O efeito surpresa no cenário político tem grandes efeitos no valor de mercado das empresas (Jayachandran, 2006).

Uma crise econômica deve incentivar os gerentes a adotar contabilidade *big bath* (Habib, Bhuiyan, & Islam, 2013) e qualquer alteração brusca em um mandato político pode ser ainda mais complexo no mercado financeiro. Svensson (1998) argumenta que a instabilidade política está negativamente relacionada à acumulação de capital (consequentemente, ao crescimento econômico), uma vez que cria incerteza em relação à segurança dos direitos de propriedade. O episódio de impeachment fornece um experimento natural para avaliar o impacto de uma ação anticorrupção nos preços das ações das empresas, principalmente, por ser um evento exógeno e independente do desempenho da empresa (Ramalho, 2004).

As conexões políticas estão diretamente relacionadas ao mundo dos negócios e, no Brasil, não é diferente. Com relação às três tentativas fracassadas de impeachments nos EUA (exceto do presidente Johnson devido a restrições de dados), Botham (2017) identificou um aumento da volatilidade no mercado em relação à média histórica (exceto em períodos de crise) e também aumento da diferença de volatilidade entre o S&P 500 e o índice MSCI World. No caso da Coreia, o impeachment do Presidente Park parece associado a uma menor volatilidade do que a média histórica, embora seja interessante notar que todos os mercados mostram uma volatilidade muito menor nesse período.

Ao analisar o processo brasileiro de impeachment presidencial de Fernando Collor de Melo, Ramalho (2004) não evidencia reflexo duradouro desse episódio no valor de mercado das empresas conectadas ao nome e/ou à família do presidente, porém, as demais empresas ligadas indiretamente se mantiveram imunes a curto e longo prazo. A explicação de que a corrupção deixa de ser um fator importante para as empresas brasileiras como resultado do julgamento político tende a ser descartada pelos resultados de Ramalho (2004). Com relação ao segundo episódio no Brasil, o impeachment de Dilma Rousseff pareceu gerar uma volatilidade marginalmente mais alta em relação às séries históricas (Botham, 2017).

Como a instabilidade política reduz os incentivos para economizar e investir e, portanto, reduz o crescimento, os países pobres podem entrar em um círculo vicioso: instáveis porque não conseguem ficar ricos e não conseguem ficar ricos porque são politicamente instáveis (Alesina & Perotti, 1994). Em momentos de instabilidade política, conflitos entre grupos de interesse podem levar a fuga de capital e baixa formação de capital doméstico (Svensson, 1998). Trabalhos empíricos anteriores mostraram que existe uma relação negativa entre instabilidade política e crescimento econômico (Alesina & Perotti, 1994). Assim, é identificada uma possível ligação entre instabilidade política e investimentos. Ozler & Tabellini (1991) mostram que mais instabilidade leva a um aumento da dívida externa nos países em desenvolvimento. Cukierman, Edwards, & Tabellini (1992) concluem que a instabilidade política aumenta a inflação. Diante do descontrole econômico, Londregan & Poole (1990) descobrem que a pobreza e, até certo ponto, o baixo crescimento aumentam a probabilidade de golpes no âmbito governamental.

No geral, há evidências de que o impeachment leva a uma maior volatilidade do mercado. Apesar disso, uma grande porcentagem do valor das empresas pode vir de conexões políticas, que podem se envolver no gerenciamento de resultados para manter bons resultados. Por isso, é possível vincular o impacto no desempenho do mercado às expectativas de mudança de política resultante de um impeachment, conforme hipótese a seguir:

**H<sub>2</sub>.** As empresas envolvidas no gerenciamento de resultados em períodos de instabilidade política apresentam um retorno anormal ruim.

Países com uma distribuição de renda acentuadamente desigual, apresentam mais instabilidade sociopolítica e menores taxas de crescimento (Alesina & Perotti, 1994). Nesse sentido, o atraso econômico está perto de ser uma condição necessária para transformações políticas bruscas, sendo menos provável quando as condições econômicas são melhores (Londregan & Poole, 1990). As elevadas tensões sociais e políticas propiciam redução do desempenho planejado pelos gestores, afetando o valor da empresa. Essa mudança é refletida no retorno anormal das ações da empresa como consequência da circulação de informação indicando a instabilidade política.

Os preços das ações reagem exageradamente diante das informações, sugerindo que resultados anormais podem ser atribuídos a reação exagerada do mercado (Jegadeesh & Titman, 1993). Diante do atrito político, os gestores agem em seus próprios interesses diante do medo de perder o emprego se os preços das ações de suas empresas caírem acentuadamente (Brown & Caylor, 2005). Por isso, a detecção do gerenciamento de resultados leva os investidores a revisar sua percepção da qualidade dos ganhos futuros e a ajustar para baixo o valor das ações (Roosenboom et al., 2003).

#### 4. SELEÇÃO DA AMOSTRA E METODOLOGIA

Todas as empresas brasileiras de capital aberto em negociação na Bolsa B3 por meio das informações contábeis da base de dados Economática<sup>®</sup> no período compreendido entre 2014 e 2018, como sendo o parâmetro equivalente de tempo antes e depois do evento analisado. Construiu-se uma amostra de 2976 observações (ano-empresa).

Com exceção dos modelos de Healy (1985) e DeAngelo (1986) que utilizam como medida de gerenciamento os *accruals* totais, nos demais, a proxy são os *accruals* discricionários. É a sua magnitude e sinal que irão constituir evidência de gerenciamento. Valores negativos para os *accruals* discricionários sugerem gerenciamento com o objetivo de reduzir lucro; valores positivos, gerenciamento com o objetivo de aumentar o lucro e valores próximos de zero, ausência de gerenciamento (Martinez, 2008). Pelo modelo de Jones (1991) tem-se a seguinte fórmula para o cálculo dos *accruals* totais:

$$Accruals\ Totais = Accruals\ discricionários + Accruals\ não\ discricionários \quad (1)$$

Para encontrar os *accruals* totais, utilizou-se o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995):

$$ACT_{it} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FCP_{it}) - (DEP_{it} + AMORT_{it})}{AT_{it-1}} \quad (2)$$

Onde:

ACT<sub>it</sub> = *accruals* totais da empresa i no período t;

AT<sub>it-1</sub> = ativo total da empresa i no período t-1;

ΔAC<sub>it</sub> = ativo circulante da empresa i no período t menos o ativo circulante do período t-1;

ΔDISP<sub>it</sub> = disponibilidades da empresa i no período t menos as disponibilidades do período t-1;

ΔPC<sub>it</sub> = passivo circulante da empresa i no período t menos o passivo circulante do período t-1;

$\Delta FC_{pit}$  = empréstimos e financiamentos de curto prazo da empresa  $i$  no período  $t$  menos os empréstimos e financiamentos de curto prazo do período  $t-1$ ;  
 $DE_{pit}$  = despesas de depreciação da empresa  $i$  no período  $t$ ; e  
 $AMORT_{it}$  = despesas de amortização da empresa  $i$  no período  $t$ .

Após *accruals* totais mensurados, realizou-se a regressão de Jones (1991) ano a ano para que os respectivos resíduos sejam classificados como *accruals* discricionários (proxy para gerenciamento de resultados). Nesse sentido, o modelo de Jones (1991) é:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1t} \left( \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

$TA_{it}$  = Accruals totais

$A_{it-1}$  = Ativo total no ano  $t-1$  para empresa  $i$

$\Delta REV_{it}$  = receita operacional no ano  $t$  menos receita operacional no ano  $t-1$  para empresa  $i$

$PPE_{it}$  = Ativo imobilizado no ano  $t$  para empresa  $i$

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro no ano  $t$  para a empresa  $i$

$i = 1, \dots, N$  empresa

$t = 1, \dots, T_i$ , tempo em anos usados na estimação para a empresa  $i$

Para testar as hipóteses, utilizou-se um teste paramétrico e outro teste não-paramétrico. Para medir o desempenho do preço das ações ao longo do tempo utilizou-se Teste T ( $H_{1a}$  e  $H_{1b}$ ) com o intuito de analisar a média populacional. Para análise de  $H_2$ , o modelo de estimação é representado pela Equação (4).

$$RA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DMimpeach_{it} + \beta_2 GR_{it} + \beta_3 VM_{it} + \beta_4 VOL_{it} + \beta_5 LL_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 DMimpeach_{it} GR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde:

$RA_{it}$  = Retorno Anormal da ação da empresa  $i$  no período  $t$

$DMimpeach_{it}$  = dummy 1 para o ano do impeachment em 2016 e 0 caso contrário

$GR_{it}$  = accruals discricionários como proxy para gerenciamento de resultados da empresa  $i$  no período  $t$  na forma logarítmica

$VM_{it}$  = valor de mercado da empresa  $i$  no período  $t$  na forma logarítmica

$VOL_{it}$  = volatilidade do preço das ações da empresa  $i$  no período  $t$  na forma logarítmica

$LL_{it}$  = lucro líquido da empresa  $i$  no período  $t$  na forma logarítmica

$TAM_{it}$  = Ativo total como proxy para tamanho da empresa  $i$  no período  $t$  na forma logarítmica

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro

A variável dependente considerada no modelo anterior é baseada na literatura em finanças (Camargos & Barbosa, 2003; Mazumder, Miller, & Varela, 2010; Rochman & Eid Junior, 2007; Xu & Lacina, 2009), sendo que a variação do índice Ibovespa equivale ao benchmark para retorno de mercado. Os retornos anormais são estimados pela diferença entre os retornos observados e a média dos retornos correspondentes no mesmo período, em que:

As variáveis tamanho, volatilidade, lucro líquido e valor de mercado têm como objetivo capturar a relação com o retorno anormal dos ativos financeiros. Já o produto de  $DMimpeach$  e  $GR$  é responsável por apontar a hipótese  $H_2$ , ou seja,  $\beta_7$  é o coeficiente de interesse.

No modelo 4, aplicou-se regressão com dados em painel. Após Teste de Breusch-Pagan, Chow e Hausman, o modelo efeitos fixos mostrou-se mais adequado. Em seguida, realizou-se os Testes de Wooldridge e Wald com os devidos ajustes.

## 5. RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta a análise descritiva do gerenciamento de resultados, valor de mercado, volatilidade, lucro líquido e tamanho da empresa na amostra. Os padrões de gerenciamento de resultados sugerem que as empresas no ano 0 (marco para o impeachment) experimentam circunstâncias de mudanças, principalmente no primeiro ano subsequente ao impeachment. Em compensação, no segundo ano anterior e posterior, é possível observar proximidade de comportamento no gerenciamento de resultados.

No painel B, é possível observar que apesar das oscilações, as empresas superaram ao final do período (Year 2), o valor de mercado do início (Year -2). Já o painel C, demonstra que houve tendência de crescimento na volatilidade ao longo do período analisado. Por outro lado, a oscilação do lucro líquido (painel D) apresentou saldo final positivo, apesar da turbulência política não contribuir positivamente no tamanho das empresas (painel E).

Tabela 1. Estatística descritiva das principais variáveis

	2014	2015	2016	2017	2018
	YEAR -2	YEAR -1	YEAR 0	YEAR 1	YEAR 2
<i>Painel A: Gerenciamento (accruals discricionários)</i>					
Mean	-0,003574	-0,000873	0,004742	-0,001020	-0,003250
Standard deviation	1,057042	1,001728	1,066960	1,014947	1,065800
Maximum	9,918041	8,924957	8,498311	13,754960	5,122284
Minimum	-13,967940	-18,759240	-9,216190	-6,404960	-11,492300
<i>Painel B: Valor de Mercado</i>					
Mean	8051281,00	6314132,00	8313872,00	9944262,00	11100000,00
Standard deviation	28800000,00	23300000,00	29900000,00	35000000,00	40100000,00
Maximum	328000000,00	326000000,00	282000000,00	355000000,00	326000000,00
Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Painel C: Volatilidade</i>					
Mean	17,2059	20,5109	20,3380	16,8306	19,7970
Standard deviation	27,1381	34,2588	31,8848	23,6451	27,2946
Maximum	207,2639	305,5815	223,9729	138,9051	197,9756
Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Painel D: Lucro Líquido</i>					
Mean	843594,00	1222439,00	814350,00	734469,90	1129825,00
Standard deviation	3006911,00	4521439,00	2524928,00	2399806,00	3715764,00
Maximum	27800000,00	51400000,00	23700000,00	25500000,00	26400000,00
Minimum	10,30	5,82	4,38	17,01	79,95
<i>Painel E: Tamanho</i>					
Mean	37500000,00	37000000,00	34500000,00	34600000,00	36300000,00
Standard deviation	177000000,00	172000000,00	167000000,00	166000000,00	173000000,00
Maximum	1850000000,00	1630000000,00	1560000000,00	1600000000,00	1690000000,00
Minimum	24,95	8,92	19,64	15,27	10,04

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 2 apresenta as mudanças médias no gerenciamento de resultados, valor de mercado, volatilidade, lucro líquido e tamanho da empresa na amostra. As alterações foram calculadas como as primeiras diferenças das respectivas variáveis. Por meio de testes t paramétricos verificou-se se a variação média de ano para ano é diferente de zero. Dessa forma, no Painel A é possível observar que o único aumento significativo no gerenciamento de resultados é relatado durante o ano 2017 (Year 1), posterior ao impeachment. No Painel B, o valor de mercado apresenta maior impacto no ano 2016 (Year 0), sendo o evento do impeachment identificado como informação negativa pelo mercado financeiro. No Painel C, a volatilidade indica a intensidade e a frequência das oscilações no preço de um ativo em um determinado período, sendo o ano de 2016 a virada da volatilidade visualizada pelo mercado. No Painel D, é possível observar a mudança na tendência de queda no lucro líquido a partir do ano de 2016 (Year 0). No Painel E, fica evidente que o evento em 2016 modificou a composição do ativo das empresas.

Assim, para a hipótese  $H_{1a}$ , o gerenciamento de resultados aparece com tendência de redução entre 2016 (Year 0) e 2017 (Year 1), embora o lucro líquido apresente com tendência de aumento no mesmo período, o que confirma a primeira hipótese  $H_{1b}$  de que o gerenciamento de resultados tende a aumentar a renda no primeiro ano após a instabilidade política. Apesar disso, a hipótese  $H_{1a}$  não é confirmada, em que o gerenciamento de resultados tende a aumentar a renda no período anterior à instabilidade política.

Tabela 2. Resultados com Teste T anualmente em relação ao impeachment

	2014	2015	2016	2017	2018
	YEAR -2	YEAR -1	YEAR 0	YEAR 1	YEAR 2
<i>Painel A: Gerenciamento (accruals discricionários)</i>					
Mean	0,01	0,00	-0,01	0,01	0,00
t value	0,37	-0,11	-0,24	0,25	0,13
Standard deviation	0,98	1,31	1,29	1,27	0,91
Maximum	0,04	0,04	0,04	0,05	0,04
Minimum	-0,03	-0,05	-0,05	-0,04	-0,03
Observações	2976	2976	2976	2976	2976
<i>Painel B: Valor de Mercado</i>					
Mean	1183595,00	1737149,00	-1999740,00	-1630390,00	-1190000,00
t value	2,57	4,80	-4,17	-5,23	-2,62
Standard deviation	10300000,00	8063844,00	10700000,00	6943193,00	10100000,00
Maximum	2089309,00	2448547,00	-1056672,00	-1017857,00	-295266,00
Minimum	277881,10	1025751,00	-2942807,00	-2242923,00	-2078053,00
Observações	496	496	496	496	496
<i>Painel C: Volatilidade</i>					
Mean	-1,18	-3,30	0,17	3,51	-2,97
t value	-1,60	-3,58	0,17	3,74	-3,79

Standard deviation	16,42	20,58	22,19	20,90	17,44
Maximum	0,27	-1,49	2,13	5,35	-1,43
Minimum	-2,63	-5,12	-1,78	1,66	-4,50
Observações	496	496	496	496	496
<i>Painel D: Lucro Líquido</i>					
Mean	-27200,00	-379000,00	408000,00	79900,00	-395000,00
t value	-1,87	-7,41	8,37	3,51	-9,31
Standard deviation	793825,20	2789726,00	2659043,00	1242009,00	2317022,00
Maximum	1289,85	-278575,20	503661,70	124521,00	-312075,00
Minimum	-55774,29	-479114,70	312516,40	35239,19	-478635,00
Observações	2976	2976	2976	2976	2976
<i>Painel E: Tamanho</i>					
Mean	-1840629,00	512714,30	2473356,00	-43476,30	-1738046,00
t value	-9,27	1,74	6,98	-0,37	-9,26
Standard deviation	10800000,00	16100000,00	19300000,00	6350326,00	10200000,00
Maximum	-1451293,00	1091427,00	3168354,00	184770,30	-1370050,00
Minimum	-2229964,00	-65997,99	1778359,00	-271723,00	-2106042,00
Observações	2976	2976	2976	2976	2976

Fonte: Elaborado pelos autores

Para análise de  $H_2$ , realizou-se regressão em dados em painel, conforme resultados apresentados na Tabela 3, contendo o modelo principal e algumas variações.

A *dummy* de impeachment apresentou significância (5%) no retorno das ações das empresas de capital aberto no Brasil no modelo 3 da Tabela 3. O fato do ano 2016 ter o evento do impeachment tende a reduzir o retorno anormal das ações em 7.9%, explicitando que a incerteza política tende a estabilizar o retorno dos investimentos. Isso corrobora com Batista, Maia e Romero (2018) que consideraram a assimetria informacional nula em eventos políticos, devido a ajustes imediatos do mercado. Dessa forma, fica evidenciado que o desequilíbrio político afeta o fluxo no mercado financeiro e o evento do impeachment no ano de 2016 não é ignorado pelo mercado brasileiro, ao contrário dos achados de Campos e Nugent (2003). Estatisticamente, não se pode rejeitar a hipótese de que os retornos anormais sejam iguais a zero no período em análise que envolve a instabilidade política brasileira, de forma que os mercados estavam bem informados.

O fortalecimento das ações de mídia, reforçadas desde o ano de 2003, transformou a imprensa no principal instrumento de política interna e externa e concedeu protagonismo nos assuntos políticos (Cirino, Leite, & Nogueira, 2019), o que pode ter facilitado a rápida absorção do impeachment em 2016 pelo mercado financeiro. Não havendo assimetria informacional para gerar retornos anormais pode ser consistente com o fato de haver pouca incerteza sobre a conclusão do impeachment favorável à saída do representante do poder (Batista et al., 2018), portanto, com baixas expectativas de retorno anormal.

Tabela 3. Regressão dados em painel

VARIABLE	MODEL1	MODEL2	MODEL3	MODEL4	MODEL5
----------	--------	--------	--------	--------	--------

dmimpeac	-0,065	-0,025	-0,079**	-0,025	-0,029
vm	0,490***	0,465***	0,466***	0,422***	0,417***
vol	0,473***				
ll	0,001	0,020	0,021	0,015	0,016
gr	0,001	0,010	0,007		
tam	-0,494***	-0,435***	-0,438***	-0,309***	-0,311***
grdmimpeac	-0,513	-0,202			
grnegativo				-0,014	
grpositivo					0,115***
cons	-1,221	-0,106	-0,096	-1,344**	-1,267**
N	708	1317	1317	2210	2210
r2	0,246	0,194	0,193	0,179	0,182
r2_o	0,118	0,067	0,067	0,066	0,068
r2_b	0,127	0,090	0,092	0,092	0,096
r2_w	0,246	0,194	0,193	0,179	0,182
F	9,382	21,965	25,806	41,530	48,149
rho	0,659	0,594	0,593	0,582	0,575

Legenda: \* p<.1; \*\* p<.05; \*\*\* p<.01

Notas: dmimpeac = dummy 1 para o ano do impeachment e 0 contrário; vm = valor de mercado da empresa i no período t na forma logarítmica; vol = volatilidade do preço das ações da empresa i no período t na forma logarítmica; ll = lucro líquido da empresa i no período t na forma logarítmica; gr = gerenciamento de resultados (accruals discricionários) da empresa i no período t na forma logarítmica; tam = tamanho da empresa i (ativo total) no período t na forma logarítmica; grdmimpeac = interação entre gerenciamento de resultados e impeachment; grnegativo = gerenciamento de resultado para reduzir o lucro; grpositivo = gerenciamento de resultados para aumentar o lucro. Modelo 1 – não contempla as variáveis grnegativo e grpositivo; Modelo 2 – não contempla as variáveis vol, grnegativo e grpositivo; Modelo 3 – não contempla as variáveis vol, grdmimpeac, grnegativo e grpositivo; Modelo 4 – não contempla as variáveis vol, gr, grdmimpeac e grpositivo; Modelo 5 – não contempla as variáveis vol, gr, grdmimpeac e grnegativo.

Fonte: Elaborado pelos autores

O valor de mercado apresentou significância a 1% com coeficiente de maior valor perante os demais na Tabela 3. *Ceteris paribus*, o aumento de 1% no valor de mercado está associado a um aumento, em média, de 0,0049 no retorno anormal observado no modelo 1. Por isso, algumas empresas estrangeiras acham especialmente vantajoso investir durante períodos de instabilidade. Assim, o efeito surpresa provocado pelo cenário político no período analisado tem forte efeito no valor de mercado (Claessens et al., 2008; Jayachandran, 2006) possibilitando retornos anormais. Apesar disso, seu efeito pode ser de curto prazo (Ramalho, 2004), já que o mercado tende a se ajustar.

A volatilidade apresentou significância a 1% com coeficiente negativo indicando que um aumento de 1% na volatilidade tende a aumentar o retorno anormal das ações em 0,0048 e, conseqüentemente, aumentar o risco no investimento. O mercado financeiro e econômico brasileiro propicia risco atrativo aos investidores estrangeiros, de maneira que uma instabilidade política pode ser o cenário ideal para novas entradas de capital, com vista a maiores retornos anormais (Botham, 2017).

O lucro líquido também apresentou efeito positivo indicando que seu aumento implica em aumento no retorno anormal das ações. O anúncio de maiores lucros evidencia oportunidades de retorno futuro além do esperado pelo investidor, seja por meio de bônus ou mesmo pela valorização do ativo, propriamente dita (Novis Neto & Saito, 2003), ou seja, indica

o quão saudável é e será esse ativo. Investidores se mostram otimistas em relação ao crescimento futuro dos lucros das empresas (Xu & Lacina, 2009).

Já a variável *tam* apresentou significância estatística com coeficiente negativo indicando que ao aumentar o valor do ativo total tende a uma redução do retorno anormal dos ativos. Nesse sentido, empresas maiores tendem a ter menores retornos anormais, em desacordo com Bueno de Mesquita e Root (2000) que argumentam que uma possibilidade de mudança de governo pode instigar melhorias em políticas públicas de incentivo ao crescimento econômico. Nosso resultado demonstra que as grandes empresas são menos atrativas aos investidores em momentos de insegurança política e com menos investimentos, essas empresas tendem a estabilizar seu crescimento. Também pode criar incerteza em relação à segurança dos direitos de propriedade (Svensson, 1998), já que um novo governo pode legislar em uma direção desfavorável.

Quanto à variável de gerenciamento de resultados, os modelos apresentados na Tabela 3 não apresentaram significância estatística, nem pela variável isolada nem em conjunto com o impeachment. Entretanto, o modelo 5 apresentou significância estatística na variável de gerenciamento positivo (*grpositivo*), ao considerar somente os accruals discricionários positivos. Nesse caso, o gerenciamento com o intuito de aumentar o lucro foi observado como fator importante no aumento do retorno anormal no período analisado, mostrando uma tendência de sinalizar positivamente ao mercado que a instabilidade política não causaria transtornos e como forma de atrair investidores externos.

Além disso, os *accruals* discricionários têm relação com a lucratividade futura e seus fluxos de caixa futuros e, por isso, os gestores são incentivados a adotar *big bath* contábil. Importante destacar que o gerenciamento com o objetivo de reduzir o lucro (*grnegativo*) não apresentou significância estatística. Uma possível explicação seria que a instabilidade política decorrente do impeachment foi rapidamente compreendida pelo mercado financeiro de forma a praticamente anular a assimetria informacional que poderia gerar elevados níveis de gerenciamento (*big bath*) (Lund, 2005). Por fim, a hipótese  $H_2$  não foi confirmada, uma vez que a interação entre gerenciamento e impeachment não tiveram significância estatística. Apesar da literatura apontar que as empresas tendem a gerenciar seus resultados sob pressão política (El Diri, 2018) e a instabilidade política afetar as expectativas sobre o nível e a variabilidade dos retornos ao investimento (Burger et al., 2015), não é possível constatar no cenário de instabilidade política brasileira.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo fornece evidências empíricas sobre a influência do gerenciamento de resultados no retorno anormal dos ativos financeiros em período de instabilidade política.

Os resultados apontam fraco suporte para a hipótese de gerenciamento de resultados no retorno anormal em período de incerteza política, sendo necessário desenvolver novas pesquisas sobre o assunto, visto que estudos empíricos até o momento podem não ter captado as principais nuances desse contexto no mercado financeiro brasileiro. Apesar de identificar que houve alteração no valor de mercado e no lucro líquido, não foi possível identificar o gerenciamento de resultados no período de instabilidade política.

Por meio de teste paramétrico, para a hipótese  $H_1$ , o gerenciamento de resultados aparece com tendência de redução entre 2016 (Year 0) e 2017 (Year 1), embora o lucro líquido apresente tendência de aumento no mesmo período, o que confirma a primeira hipótese  $H_{1b}$  de que o gerenciamento de resultados tende a aumentar a renda no primeiro ano após a instabilidade política. Apesar disso, a hipótese  $H_{1a}$ , em que o gerenciamento de resultados tende a aumentar a renda no período anterior à instabilidade política, não é confirmada. Por meio de teste não paramétrico, a hipótese  $H_2$  não foi confirmada, uma vez que a interação entre gerenciamento e impeachment não tiveram significância estatística.

Uma possível explicação seria que a instabilidade política decorrente do impeachment foi rapidamente compreendida pelo mercado financeiro de forma a praticamente anular a assimetria informacional que poderia gerar elevados níveis de gerenciamento. A participação da mídia pode ter contribuído com esse comportamento, pelo protagonismo dos assuntos políticos. O estudo não é definitivo e sugere pesquisas adicionais envolvendo o tema, já que questões como lapso temporal e metodologia podem implicar em outros resultados.

## Referências

- Ahmadpour, A., & Shahsavari, M. (2016). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to bankruptcy level. *Iranian Journal of Management Studies*, 9(1), 77–99.
- Alesina, A., & Perotti, R. (1994). The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature. *The World Bank Economic Review*, 8(3), 351–371. <https://doi.org/10.1093/wber/8.3.351>
- Asteriou, D., & Sarantis, A. (2016). Political instability and stock market returns: Evidence from OECD countries, 5(4), 113–124.
- 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. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00079>
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2001). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 421–452.
- Barua, A., Kim, J. H., & Yi, S. (2019). Hierarchy of earnings thresholds based on discretionary accruals. *Advances in Accounting*, 44, 29–48. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.12.002>
- Batista, A. R. de A., Maia, U., & Romero, A. (2018). Stock market under the 2016 Brazilian presidential impeachment: a test in the semi-strong form of the efficient market hypothesis. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 29(78), 405–417. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805560>
- Botham, C. (2017). The impact of presidential impeachment on markets. *Emerging Markets Economist*, (March), 1–7.
- Braam, G., Nandy, M., Weitzel, U., & Lodh, S. (2015). Accrual-based and real earnings management and political connections. *International Journal of Accounting*, 50(2), 111–141. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2013.10.009>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2005). A Temporal Analysis of Quarterly Earnings Thresholds: Propensities and Valuation Consequences. *The Accounting Review*, 80(2), 423–440. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.423>
- Burger, M., Ianchovichina, E., & Rijkers, B. (2015). Risky Business: Political Instability and Sectoral Greenfield Foreign Direct Investment in the Arab World. *The World Bank Economic Review*, 1–26.

<https://doi.org/10.1093/wber/lhv030>

- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Camargos, M. A. De, & Barbosa, F. V. (2003). Estudos de evento: teoria e operacionalização. *Caderno de Pesquisas Em Administração*, 10(3), 1–20.
- Campos, N. F., & Nugent, J. B. (2003). Aggregate investment and political instability: An econometric investigation. *Economica*, 70(279), 533–549. <https://doi.org/10.1111/1468-0335.01081>
- Chen, A., & Gong, J. J. (2019). Accounting comparability, financial reporting quality, and the pricing of accruals. *Advances in Accounting*, 45. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2019.03.003>
- Christofzik, D. I. (2019). Does accrual accounting alter fiscal policy decisions? - Evidence from Germany. *European Journal of Political Economy*, 60. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2019.07.003>
- Cirino, T. E. da S., Leite, A. C. C., & Nogueira, S. G. (2019). Mídia e política externa brasileira: a diplomacia midiática na crise do impeachment de Dilma (2016). *Intercom: Revista Brasileira de Ciências Da Comunicação*, 42(1), 57–71. <https://doi.org/10.1590/1809-5844201913>
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88, 554–580. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Cukierman, A., Edwards, S., & Tabellini, G. (1992). Seigniorage and Political Instability. *American Economic Review*, 82(3), 537–555. <https://doi.org/10.2307/2117320>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement: Quality of Earnings Conference (2002)), 35–59.
- 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), 355–384. <https://doi.org/10.1023/A:1024481916719>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1–33. <https://doi.org/10.1086/209601>
- Diamonte, R. L., Liew, J. M., & Stevens, R. L. (1996). Political Risk in Emerging and Developed Markets. *Financial Analysts Journal*, 52(3), 71–76. <https://doi.org/10.2307/4479924>
- Domingos, S. R. M., Ponte, V. M. R., Paulo, E., & Alencar, R. C. de. (2017). Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(31), 89–107. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2017v14n31p89> Gerenciamento
- El Diri, M. (2018). *Introduction to Earnings Management*. Cham: Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-62686-4>
- Fisman, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *The American Economic Review*, 91(4), 1095–1102.
- Formigoni, R. R. L. H., Segura, L. C., & Mantovani, F. R. (2016). Avaliação do uso de accruals discricionários: uma abordagem qualitativa quanto às práticas de auditoria e seu poder de mitigação. *Revista Eletrônica Do Departamento de Ciências Contábeis e Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos Da FEA*, 3(1), 90–105.
- Gray, P., Liao, I. S., & Strydom, M. (2018). The profitability of trading NOA and accruals: One effect or two? *International Review of Financial Analysis*, 58, 211–224. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.10.004>
- Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of

- accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155–180. <https://doi.org/10.1108/03074351311294007>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Jayachandran, S. (2006). The jeffords effect. *Journal of Law and Economics*, 49(2), 397–425. <https://doi.org/10.1086/501091>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2).
- Kacprzyk, E. J. (2012). *Business, Economics, Financial Sciences, and Management*. (J. Kacprzyk, Ed.). New York: Springer Heidelberg New York. <https://doi.org/10.1007/978-3-642-27966-9>
- Kang, S.-H. (1999). *A Conceptual and Empirical Evaluation of Accrual Prediction Models*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.147259>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Krishnan, G. V. (2003). Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(1), 109–126. <https://doi.org/10.2308/aud.2003.22.1.109>
- Lafond, R., & Watts, R. L. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447–478. <https://doi.org/https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.921619>
- Lehkonen, H., & Heimonen, K. (2015). Democracy , political risks and stock market performance. *Journal of International Money and Finance*, 59, 77–99. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.06.002>
- Lewellen, J., & Resutek, R. J. (2019). Why do accruals predict earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 67(2–3), 336–356. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2018.12.003>
- Li, F., Abeysekera, I., & Ma, S. (2011). Earnings management and the effect of earnings quality in relation to stress level and bankruptcy level of Chinese listed firms. *Corporate Ownership and Control*, 9(1), 366–391. <https://doi.org/10.22495/cocv9i1c3art2>
- Liu, A. Z., & Schneible, R. (2017). Analysts' experience and interpretation of discretionary accruals in predicting future earnings. *Advances in Accounting*, 38, 88–98. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.07.005>
- Lizinska, J., & Czapiewski, L. (2018). Earnings Management and the Long-Term Market Performance of Initial Public Offerings in Poland. In A. Bem, K. Daszyńska-Żygadło, T. Hajdíkóvá, & P. Juhász (Eds.), *Finance and Sustainability* (pp. 121–134). Springer.
- Londregan, J. B., & Poole, K. T. (1990). Poverty, the Coup Trap, and the Seizure of Executive Power. *World Politics*, 42(2), 151–183. <https://doi.org/10.2307/2010462>
- Lund, D. (2005). How to analyze the investment-uncertainty relationship in real option models? *Review of Financial Economics*, 14, 311–322. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2004.10.001>
- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 19(46), 7–17. <https://doi.org/https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>
- Mazumder, M. I., Miller, E. M., & Varela, O. a. (2010). Market timing the trading of international mutual funds: Weekend, weekday and serial correlation strategies. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(7–8), 979–1007. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2010.02191.x>
- Menichols, M. F., & Stubben, S. R. (2018). Research Design Issues in Studies Using Discretionary Accruals. *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 54(2), 227–246. <https://doi.org/10.1111/abac.12128>

- Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 38(2), 135–143. Retrieved from [http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1090](http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1090)
- Ozler, S., & Tabellini, G. (1991). *External Debt and Political Instability*. NBER Working Paper (Vol. No 3772). Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w3772>
- Ramalho, R. (2004). The Effects of an Anti-Corruption Campaign: Evidence from the 1992 Presidential Impeachment in Brazil. *The World Bank*.
- Rochman, R. R., & Eid Junior, W. (2007). Insiders conseguem retornos anormais: Estudos de eventos sobre as operações de insiders das empresas de governança corporativa diferenciada da Bovespa. In SBFIn (Ed.), *7º Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração* (pp. 1–16). São Paulo: SBFIn.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings Management: emerging insights in theory, practice and research*. (J. S. Demski, Ed.). Florida: Springer.
- Roosenboom, P., Goot, T. Van Der, & Mertens, G. (2003). Earnings management and initial public offerings: Evidence from the Netherlands. *The International Journal of Accounting*, 38, 243–266. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(03\)00048-7](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(03)00048-7)
- Sayari, S., & Omri, A. (2017). Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity. *Journal of Finance and Bank Management*, 5(1), 17–28. <https://doi.org/10.15640/jfbm.v5n1a2>
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory* (5th ed.). Toronto: Pearson Prentice Hall.
- Siregar, S. V., & Utama, S. (2008). Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *International Journal of Accounting*, 43(1), 1–27. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.01.001>
- Smales, L. A. (2015). Better the devil you know: The influence of political incumbency on Australian financial market uncertainty. *Research in International Business and Finance*, 33, 59–74. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.06.002>
- Soon Kim, K., Young Chung, C., Hwon Lee, J., & Cho, S. (2019). Accruals quality, information risk, and institutional investors' trading behavior: Evidence from the Korean stock market. *The North American Journal of Economics and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101081>
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249–281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)
- Svensson, J. (1998). Investment, property rights and political instability: theory and evidence. *European Economic Review*, 42(7), 1317–1341. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(97\)00081-0](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(97)00081-0)
- 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.
- Xu, R. Z., & Lacina, M. J. (2009). Explaining the accrual anomaly by market expectations of future returns and earnings. *Advances in Accounting*, 25(2), 190–199. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2009.06.002>
- Yang, Y., & Abeysekera, I. (2019). Duration of equity overvaluation and managers' choice to use aggressive underlying earnings disclosure and accrual-based earnings management: Australian evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(2), 167–185. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.04.004>
- Ye, J. (2007). *Accounting Accruals and Tests of Earnings Management*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1003101>