

Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados no mercado acionário brasileiro¹

DOI: 10.4025/enfoque.v43i3.64731

Julio Henrique Machado 

Doutorando em Contabilidade e Administração (FUCAPE)

E-mail: cursojhm@bol.com.br

Recebido em: 22/08/2022

Aceito em: 07/02/2023

2ª versão aceita em: 16/02/2023

RESUMO

Objetivo: o objetivo do trabalho foi analisar a influência do nível de intangibilidade sobre o gerenciamento de resultados. Partiu-se de evidências de que a valorização das ações pode influenciar a discricionariedade nas práticas contábeis.

Método: A *proxy* de intangibilidade adotada foi a divisão entre valor de mercado e valor contábil do Patrimônio Líquido. Foram estudadas 92 empresas brasileiras de capital aberto no período entre 2014 a 2019. Utilizou-se o modelo Jones Modificado (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) para captar os *accruals* discricionários.

Originalidade/relevância: A relevância do estudo consiste na consideração da crescente participação de empresas intangível-intensivas no mercado de capitais e novas demandas informacionais, constituindo subsídios para pesquisar o fator intangibilidade como elemento motivador da qualidade informacional.

Resultados: Os resultados demonstraram que as empresas intangível-intensivas apresentam maior nível de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários do que as empresas tangível-intensivas. Por meio de regressão em painel de dados constatou-se que a intangibilidade exerce influência positiva no gerenciamento de resultados apenas nas empresas intangível-intensivas. Através de regressão quantílica, demonstrou-se que esta relação positiva é mais expressiva na mediana e em quantis superiores de níveis de *accruals*. Além disso constatou-se que ativos intangíveis registrados no Balanço Patrimonial tem relação negativa com gerenciamento de resultados nas observações com menores níveis de *accruals*.

Contribuições: O trabalho contribui com a academia, agentes reguladores, investidores e demais participantes do mercado no sentido de auxiliar no entendimento sobre como ativos intangíveis relacionam-se com a qualidade das informações contábeis.

Palavras-chave: ativos intangíveis; intangibilidade; gerenciamento de resultados; qualidade de lucro; *accruals*.

Intangible assets and earnings management in the brazilian stock market

ABSTRACT

Objective: the objective of this paper was to analyze the influence of the intangibility level on earnings management. It started with evidence that the valuation of shares can influence discretion in accounting practices.

Method: The intangibility proxy adopted was the division between market value and book value of Shareholders' Equity. Ninety-two publicly traded Brazilian companies were studied in the period between 2014 and 2019. The Modified Jones model (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995) was used to capture discretionary accruals.

Originality/relevance: The relevance of the study consists in considering the growing participation of intangible-intensive companies in the capital market and new informational demands, constituting subsidies to research the intangibility factor as a motivating element of informational quality.

¹ Obs.: Versão inicial do trabalho foi apresentado no XLV Encontro da ANPAD – EnANPAD 2021.

Results: I showed that intangible-intensive companies have a higher level of earnings management through discretionary accruals than tangible-intensive companies. Through data panel regression, I found that intangibility exerts a positive influence on earnings management only in intangible-intensive companies. Through quantile regression, I shown that this positive relationship is more expressive in the median and in higher quantiles of accrual levels. In addition, it was found that intangible assets recorded in the Balance Sheet have a negative relationship with earnings management in observations with lower levels of accruals.

Contributions: The paper contributes to academia, regulatory agents, investors and other market participants in order to help understand how intangible assets relate to the quality of accounting information.

Keywords: intangible assets; intangibility; earnings management; profit quality; accruals.

1 INTRODUÇÃO

A participação dos ativos intangíveis nos mercados tornou-se relevante nos anos 1970 quando começou uma tendência generalizada de alta no indicador *Q de Tobin* das grandes empresas (Piketty, 2014). Essa tendência continuou nas décadas seguintes de forma que nos anos 1990 os investimentos intangíveis ultrapassaram os tangíveis e passaram a apresentar maior crescimento nos EUA (Lev & Gu, 2016; Haskel & Westlake, 2018). Neste ambiente, a economia foi impactada e mudou da era industrial para a era da informação, afetando profundamente os modelos de negócios e operações. Os direcionadores de valor mudaram de propriedades, maquinários e estoques para patentes, marcas, tecnologias e recursos humanos.

Para entender este contexto de crescente importância dos ativos intangíveis e os fatores que o permeiam, é necessário estudar como estes recursos impactam o ambiente informacional. Sabe-se que a qualidade das demonstrações financeiras contribui com a cultura de prestação de contas e transparência e auxilia o fluxo de capitais em direção a investimentos que melhor proporcionem riqueza econômica e social. Assim, surge a necessidade de estudar como a atual era de relevância de ativos intangíveis exerce influência sobre a qualidade das informações divulgadas. Esta necessidade fica evidente uma vez que a ascensão de empresas intangível-intensivas pode mudar radicalmente o mercado de capitais (Haskel & Westlake, 2018).

Um fato relevante diz respeito a constante queda na relação estatística (R^2) entre informações contábeis e retorno das ações, principalmente a partir dos anos 1980. Tal constatação foi demonstrada por Brown, Lo e Lys (1999), Kanodia, Sapra e Venugopalan (2004) e Lev e Gu (2016). Esta perda de associação entre as variáveis demonstra que os mercados têm atribuído crescente importância a informações não-financeiras, que não estão refletidas nos balanços das firmas. Por este motivo, Lev e Gu (2016) verificaram que os erros de previsões de analistas aumentaram com o tempo, pois cada vez mais o desempenho das ações está atrelado a outros fatores que não apenas demonstrações contábeis. Neste ambiente em que o valor de mercado das firmas pode ser altamente baseado em ativos intangíveis, surge o questionamento sobre o modo como os gestores elaboram as informações financeiras.

Os preços dos ativos não refletem apenas o desempenho passado, mas também as expectativas futuras. A medida que o mercado eleva a expectativa sobre as empresas intangível-intensivas (Griffin & Lemmon, 2002; Almeida, Lopes, & Corrar, 2011; Rodrigues, Paulo, & Melo, 2017), surge a oportunidade para que os gestores dessas firmas sigam os requisitos das Normas Contábeis de modo discricionário, com viés de interesse conforme a mensagem que desejam transmitir. Neste raciocínio, Jensen (2005) afirma que em empresas superavaliadas, o foco em metas provê terreno fértil para o gerenciamento de resultados.

Um trabalho efetuado nesta linha de raciocínio foi o de Almeida et al. (2011). Os autores pesquisaram se o índice *market-to-book*, tido como medida para oportunidades de crescimento, é utilizado como incentivo para gerenciamento para manter expectativa. Ao estudar empresas brasileiras entre 1998 a 2005 verificaram que existe relação positiva entre este índice e os *accruals* discricionários. Assim demonstraram que estas firmas tendem a gerenciar os resultados para manter o valor de mercado descolado do valor contábil.

Além disso, há também evidências de que o sentimento do investidor influencia o gerenciamento de resultados (Simpson, 2013; Santana, Santos, Júnior, & Martinez, 2020). Com isto espera-se que empresas superavaliadas gerenciam mais intensamente os resultados como resposta às expectativas (Rodrigues et al., 2017). Isto explica o motivo pelo qual a divulgação de previsões dos analistas anteriores ao lucro também pode funcionar como incentivo a práticas de gerenciamento (Hong, Huseynov, & Zhang, 2014). Esse contexto constitui uma ampla gama de pesquisas que tem demonstrado a existência de vies em *accounting choices* para corresponder a expectativas do mercado, desde Healy (1985) e Burgstahler e Dichev (1997) no mercado americano, até Martins, Paulo e Monte (2016) no Brasil.

Outros trabalhos que pesquisaram a relação entre ativos intangíveis e gerenciamento de resultados foram Moura, Theiss e Cunha (2014), Moura, Ziliotto e Mazzioni (2016) e Lopes, Peixoto e Carvalho (2021), porém consideraram os intangíveis registrados no balanço. Constataram que quanto maior a participação destes itens, menor o gerenciamento de resultados. Isto sugere que como o reconhecimento destes ativos passa por extensas verificações, esse alto grau de exigência contribui com a qualidade das informações.

Diante deste contexto, estabeleceu-se o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre o nível de intangibilidade e as práticas de gerenciamento de resultados? Mediante esta problematização, o trabalho teve como objetivo geral analisar a influência do nível de intangibilidade sobre o gerenciamento de resultados.

O estudo diferencia-se de Almeida et al. (2011) em âmbito do método para captar os *accruals*, do período de análise e da forma de segregação das empresas. Além disso, admitindo o espaço de tempo entre as duas pesquisas, houve mudança no ambiente de governança (advento do Novo Mercado) e de informações (advento de IFRS). Cardoso, Souza e Dantas (2015) demonstraram que as acumulações discricionárias apuradas antes e depois das IFRS são diferentes entre si, o que torna relevante a presente pesquisa no atual âmbito normativo contábil proporcionando atualização empírica.

Também se diferencia de Moura et al. (2014), Moura et al. (2016) e Lopes et al. (2021) pois consideraram ativos intangíveis registrados como variável de intangibilidade, ao passo que, o presente estudo tem como foco a intangibilidade a partir do valor de mercado, sendo que os ativos intangíveis registrados foram considerados como variável de controle.

Justifica-se a pesquisa por contribuir com a literatura sobre qualidade das informações contábeis, gerenciamento de resultados e ativos intangíveis, as quais formam um conjunto de assuntos relevantes dadas as mudanças nas demandas informacionais da nova economia. Neste ambiente, é importante combater a assimetria de informações em empresas de patrimônio supervalorizado (Jensen, 2005).

Ademais pretende-se apresentar evidências que estejam na esteira do aparato normativo contábil. Conforme a Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (CPC, 2019), a qualidade da informação contábil é refletida pelas características qualitativas, as quais contribuem com a eficiência informacional ao mitigar problemas como assimetria informacional e conflitos de agência. No que tange aos ativos intangíveis, considerando a assimetria informacional entre grandes e pequenos investidores no mercado brasileiro, espera-se que o primeiro grupo tenha maior capacidade de avaliação desses recursos estratégicos das firmas, pois possui maior acesso a informação e mais proximidade aos diretores executivos. Dessa forma, a qualidade das informações contribui para evitar a expropriação de acionistas minoritários. Essa contribuição pode ser mais forte quando se trata de ativos intangíveis, visto que estes recursos são difíceis de controlar e monitorar (Machado & Galdi, 2021).

De acordo com a Estrutura Conceitual, existem duas características qualitativas fundamentais: relevância e representação fidedigna. A relevância de ativos intangíveis no mercado foi constatada por Banker, Huang, Natarajan e Zhao (2019), Loprevite, Rupo e Ricca (2019) e Pacheco e Rover (2020), através da abordagem de *value relevance*. Assim, o presente estudo explora a característica de representação fidedigna, tendo em vista que, se os resultados estão sendo gerenciados, há prejuízo na fidedignidade da informação.

Dessa forma, apresenta contribuição ao meio acadêmico, agentes reguladores e investidores, auxiliando no entendimento das firmas de alta intangibilidade, dado o aumento de empresas nesta condição. A necessidade de estudar a qualidade das informações contábeis nestas firmas vem a tona uma vez que o mercado tem dificuldade de avaliar os ativos intangíveis (Edmans, 2011; Eisfeldt & Papanikolaou, 2014; Mukherjee, 2014). Este ambiente de incerteza faz com que as firmas intangível-intensivas apresentem maior assimetria informacional, dada a subjetividade inerente a estes recursos (Wu & Lai, 2020).

Considerando que o mercado avalia o modo como os administradores gerem o capital dos investidores e prestam contas sobre ele, é importante estudar a qualidade das informações contábeis nas empresas de alta intangibilidade, pois boa parte de seu valor de mercado não está refletido nas demonstrações financeiras em itens identificáveis e de fácil controle.

Além disso, como o nível de intangibilidade ainda é pouco explorado por pesquisadores nacionais como fator influenciador da qualidade da informação contábil (Moura *et al.*, 2016) a presente pesquisa se propõe a contribuir com o preenchimento desta lacuna.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gerenciamento de resultados

Trabalhos seminais descrevem que a Teoria Positiva da Contabilidade tem como premissa a existência de conflito de interesses, em que uma prática contábil é escolhida em detrimento de outra devido aos interesses pessoais dos indivíduos (Edwards & Bell, 1961; Ball & Brown, 1968; Watts & Zimmerman, 1990). Assim, a possibilidade de escolha permitida pelas normas, junto aos incentivos que influenciam o processo contábil, permeiam a premissa da abordagem positivista de que os indivíduos podem agir de modo oportunista, por exemplo, através de gerenciamento de resultados.

Dechow e Skinner (2000) conceituam o gerenciamento de resultados como modificações propositalmente nas demonstrações contábeis conforme a intenção dos gestores de obter ganhos privados. A prática de gerenciar resultados relaciona-se com as *accounting choices*, ou seja, mediante as determinações prescritas pelas normatizações, os gestores podem optar por reconhecer certos fatos conforme seu julgamento. Assim, pode-se definir gerenciamento de resultados como a prática de utilizar as flexibilidades impostas pelas normas contábeis em benefícios dos administradores ou de determinado grupo de interesses. Por mais que seja importante haver possibilidade de escolhas contábeis, para que se retrate os fatos de uma empresa à luz da essência econômica, tais escolhas aliadas a ambientes de informações assimétricas propiciam a combinação ideal para gerenciamento de resultados. Sobre isto, Consoni, Colauto e Lima (2017) argumentam que o gerenciamento ocorre porque não há medida precisa do lucro líquido e as práticas contábeis não podem compelir completamente a subjetividade no cumprimento das normas. Muitas decisões sobre escolhas contábeis são complexas e desafiam uma simples seleção daquela que melhor informa o investidor.

O gerenciamento de resultados pode ser medido por meio de *accruals*, os quais, segundo Dechow e Skinner (2000), são ajustes temporários que atrasam ou antecipam o reconhecimento do fluxo de caixa. São componentes que impactam o resultado do período sem realização dos fluxos de caixa devido ao regime de competência. Os autores descrevem que altos níveis de *accruals* denotam lucros de baixa qualidade.

Segundo Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995), os *accruals* são classificados em não-discrecionários e discrecionários. Aqueles não discrecionários modificam o resultado através de atividades operacionais, enquanto os discrecionários referem-se a escolhas contábeis. Como este gerenciamento reduz a qualidade da informação contábil, as pesquisas adotam os *accruals* discrecionários como *proxy* para piora da qualidade da informação. É importante admitir que em países de sistema *code-low*, como o Brasil, o mercado de capitais é menos desenvolvido e a proteção legal aos investidores é mais fraca, ambiente onde o gerenciamento de resultados tende a ser mais acentuado (Santana *et al.*, 2020).

Apesar de indícios de melhora na qualidade das informações com a adoção das IFRS (Santos, Lemes, & Barboza, 2019), isto não restringiu o gerenciamento de resultados pois as flexibilidades das normas permitem discricionariedade (Boina & Macedo, 2018). Esta realidade pode ser entendida uma vez que, se aumenta a confiança dos investidores nos relatórios financeiros, os gestores podem aproveitar dessa ferramenta para gerenciar resultados.

Uma questão que permanece em aberto refere-se a percepção do mercado sobre as práticas discricionárias. Apesar da relação positiva entre retorno das ações e lucros divulgados, não há evidências suficientes sobre a reação do mercado aos *accruals*, ou seja, não é claro se os investidores têm habilidade para identificá-los, ou mesmo, se tem interesse para tal. Tanto nos Estados Unidos (Sloan, 1996), como no Brasil (Martinez, 2008) foram constatadas dificuldades do mercado em detectar e ajustar expectativas conforme o gerenciamento de resultados, uma vez que os investidores não distinguem totalmente os componentes de lucro entre *accruals* e fluxos de caixa e os analistas não antecipam as práticas de gerenciamento.

2.2 Intangibilidade

Apesar de limitações na contabilização de ativos intangíveis, fruto de conservadorismo normativo, é consenso que são elementos geradores de benefícios. Lev e Gu (2016) defendem que as dificuldades de mensuração não podem servir como argumento para não divulgar informações. Conceituam ativo intangível como um direito a futuros benefícios que não possui corpo físico, que é criado por inovação, práticas organizacionais e recursos humanos.

O potencial de geração de benefícios desses ativos é reconhecido pelo mercado. Diversas pesquisas demonstram evidências de que ativos intangíveis tem relação positiva com resultado econômico e financeiro (Kayo, Kimura, Basso, & Krauter, 2006; Almeida & Jordão, 2017) e tem potencial de aumentar o valor de mercado (Medrado, Cella, Pereira, & Dantas, 2016). Diante disso, há constatações de *value relevance* destes recursos em diversos mercados, podendo citar EUA (Banker et. al., 2019), Europa (Loprevite et. al., 2019) e Brasil (Pacheco & Rover, 2020), indicando que possuem conteúdo informacional e impactam o preço das ações.

No entanto, uma limitação acerca destes itens diz respeito aos requisitos do Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) (CPC, 2010). Esta Norma define ativos intangíveis como ativos não monetários identificáveis sem substância física. A principal dificuldade reside no aspecto “identificável”, fazendo com que ativos intangíveis que não obedeçam a este requisito não sejam contabilizados. Apesar de não serem todos retratados pela contabilidade são importantes na criação de valor e são valorados pelo mercado. Com isto, o mercado reconhece e precifica informações que a contabilidade não pode ou não consegue divulgar.

Feltham e Ohlson (1995), afirmam que o valor dos ativos intangíveis resulta da expectativa de geração de lucros acima do normal, o que pode fazer com que o valor de mercado de uma firma seja maior que seu valor contábil. Dessa forma, como os ativos intangíveis refletem no valor de mercado da empresa e, pelo fato de que somente alguns intangíveis são contabilizados, isto pode provocar enorme diferença entre valor de mercado e valor contábil. Daí provém os estudos que abordam a intangibilidade das firmas a partir de valor de mercado. Diversos autores como Kayo et al. (2006), Machado e Famá (2011), Lev e Gu (2016), Arantes, Júnior, Ávila e Antonialli (2020) e Machado e Galdi (2021) consideram que a diferença entre valor de mercado e valor contábil deve-se, entre outros fatores, a aspectos relacionados a ativos intangíveis não captados pela contabilidade.

O *gap* entre valor de mercado e valor contábil é impactado pelo otimismo ou pessimismo dos mercados sobre a capacidade das firmas de gerar benefícios. Estes ajustes de expectativas conforme ciclos econômicos e volatilidade do mercado, fazem com que a intangibilidade seja incrementada em momentos de crescimento econômico e otimismo, e descontada em momentos de *crashes* ou crises financeiras (Piketty, 2014; Wu & Lai, 2020).

A relação entre valor de mercado e valor contábil das ações é conhecida como índice *market-to-book*. Rodrigues et al. (2017) dissertam que o indicador capta algo além das informações

contábeis, refletindo valor para a expectativa de rentabilidade que a contabilidade não consegue mensurar. Ou seja, é uma junção entre sistema contábil e ambiente econômico.

Fama e French (1995) demonstraram que este indicador tem alto poder de explicar os retornos das ações por ser correlacionado com rentabilidade futura. Constatação similar foi obtida no mercado brasileiro por Queiroz e Almeida (2017) ao observarem que o índice pode aumentar a capacidade explicativa do retorno das ações ao comparar com variáveis tradicionais. Se a precificação for racional, alto *market-to-book* relaciona-se com alta lucratividade, sinalizando ganhos persistentes (Fama & French, 1995). Neste sentido, Lev e Gu (2016) demonstraram que alto *market-to-book* indica eficiência na utilização do capital denotando alto valor criado sobre o custo de reposição dos ativos. Com isto, o indicador reflete a expectativa do mercado sobre firma, atribuindo prêmio ou desconto conforme seu potencial de geração de resultados e crescimento (Griffin & Lemmon, 2002; Almeida et al., 2011; Rodrigues et al., 2017).

A expectativa sobre o crescimento das firmas pode, segundo Griffin e Lemmon (2002), fazer com que investidores subestimem a importância de fundamentos presentes e superestimem o crescimento futuro. Os autores encontraram evidências de supervalorização em firmas com fracos fundamentos, mas com potencial de crescimento. Nestes casos, a valorização dos preços sugere que, dadas as expectativas, os investidores antecipam melhorias futuras. Se a empresa não corresponde a estas expectativas, o preço é ajustado.

2.3 Formulação das hipóteses

Baseando-se nos conceitos e evidências empíricas descritas, pode-se dizer que a intangibilidade tem relação com as expectativas que o mercado atribui às empresas, resultante de informações contábeis divulgadas, previsões de analistas, noticiário corporativo, conjuntura econômica e política entre outros fatores. A medida em que o patrimônio pode ser valorizado de tal forma que a maior parte de seu valor esteja baseado em ativos intangíveis, a alta subjetividade aliada a dúvidas sobre a capacidade da firma de entregar performance condizente pode constituir ambiente danoso para a qualidade das informações contábeis. Este cenário pode induzir ao comportamento discricionário de gestores, pois o mercado irá punir a firma caso não entregue os resultados esperados. Este contexto é descrito por Burgstahler, Hail e Leuz (2006) de forma que fatores institucionais e forças do mercado de capitais podem moldar os incentivos empresariais para a divulgação de resultados contábeis. Ademais, tem-se o argumento de Jensen (2005) de que a superavaliação gera um conjunto de forças organizacionais difíceis de administrar e que podem levar a destruição de valor.

Tendo em vista a expectativa dos participantes, há evidências de que o sentimento geral do mercado influencia positivamente o gerenciamento de resultados nos Estados Unidos (Simpson, 2013) e no Brasil (Santana et al., 2020). Ademais, cita-se que *accruals* discricionários podem influenciar positivamente a surpresa nos lucros (Medeiros et al., 2019).

Como o índice *market-to-book* incorpora tanto a contabilidade histórica quanto o olhar do mercado para o futuro da empresa, então espera-se que, quanto maior este indicador, maior o incentivo para que as firmas transmitam imagem que correspondam às expectativas. Assim, pode surgir oportunismo no julgamento das *accounting choices* para transparecer que a empresa gera mais valor do que o contido nos relatórios financeiros. Esta linha de raciocínio condiz com Martinez (2008) que afirma que companhias com alto valor negociado em relação ao valor patrimonial tendem a gerenciar resultados em resposta a estímulos do mercado, e também com Rodrigues et al. (2017) que verificaram que empresas superavaliadas gerenciam mais intensamente os resultados para manter essa superavaliação.

Anteriormente, Almeida et al. (2011) pesquisaram a relação entre intangibilidade e gerenciamento de resultados no Brasil. Os autores estudaram empresas brasileiras de capital aberto no período de 1998 a 2005 com o objetivo de analisar se o índice *market-to-book* serve como incentivo para gerenciamento de resultados. Demonstraram que, principalmente para empresas com elevado *market-to-book* há relação positiva com o nível de *accruals* discricionários. Assim, inferiram que estas empresas possuem incentivos para gerenciar os resultados e manter o valor de mercado

descolado do valor contábil. Se a relação entre valor de mercado e valor contábil das ações é considerada como incentivo, então abre-se caminho para um comportamento oportunista na discricionariedade das decisões sobre a contabilidade.

Determinar uma clara relação entre preço das ações e lucro não é tarefa fácil, devido a vários componentes que fazem parte dessas variáveis. Nesta lógica, Brugni, Fâvero, Flores e Beiruth (2015) identificaram fenômenos variados no mercado brasileiro, sendo que há situações em que lucros impactaram os preços e também o inverso onde preços impactaram os lucros. A primeira situação é comumente aceita a medida que boas ou más informações são divulgadas. A segunda situação denota que o preço pode preceder o lucro, mediante estimativas de analistas já divulgadas, gerando discussões sobre a possibilidade de que o gerenciamento possa ser alternativa para que a empresa corresponda a expectativas. Sobre este raciocínio, Ball e Brown (1968) afirmam que a maioria da informação contida no lucro já está precificada antes da sua divulgação, pois os preços das ações refletem os lucros esperados a medida que os analistas divulgam estimativas. Há indícios de que estas divulgações anteriores aos lucros impactam os preços das ações pois as previsões dos analistas influenciam mais o mercado do que análises de desempenhos passados (Lev & Gu, 2016). Essa antecipação do preço a espera dos lucros vira ambiente propício para *earnings management*.

Hong et al. (2014) demonstraram forte relação entre gerenciamento de resultados e acompanhamento de analistas, no sentido de que confirmar as estimativas de mercado são fatores motivadores para gerenciar lucros. Tal constatação foi obtida no Brasil por Martins et al. (2016), ao demonstrarem relação entre gerenciamento de resultados e previsões de analistas. Isto faz sentido em um ambiente onde investidores e analistas não gostam de surpresa no lucro e ficam desapontados se a performance da empresa não corresponde ao esperado.

Considerando as evidências empíricas descritas, formularam-se as seguintes hipóteses:

H1 – as empresas intangível-intensivas têm maior gerenciamento de resultados do que as empresas tangível-intensivas.

H2 – a relação entre intangibilidade e gerenciamento é mais forte nas empresas intangível-intensivas do que nas empresas tangível-intensivas.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e coleta de dados

Utilizou-se o critério não-probabilístico de amostragem. O período estudado compreendeu 2014 a 2019. A princípio, selecionaram-se as empresas do Índice Brasil Amplo, da B3 – Brasil Bolsa Balcão, que era composto por ativos das 149 companhias com maior volume de negócios em abril de 2021. O estudo das empresas deste Índice justifica-se nos critérios de seleção de ativos para essa carteira que envolvem alta negociabilidade e presença em pregão e não considera companhias em recuperação judicial. Essas exigências funcionam como filtro para que sejam analisadas as empresas com ações mais negociadas, refletindo mercado mais ativo e eficiente. Os ativos desta carteira representaram 86% do volume de negociações da bolsa em dezembro de 2022.

Foram excluídas as instituições financeiras e de seguros (14), as empresas com dados omissos ou que não tinham capital listado no período estudado (36) e aquelas com Patrimônio Líquido negativo (7). Dessa forma, a amostra final foi composta por 92 empresas.

Nessa amostra foram criados dois grupos *clusters* conforme o nível de intangibilidade denotando empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas. A separação dos dois grupos ocorreu conforme o resultado do indicador de intangibilidade, sendo maior e menor que 2. Esta decisão baseia-se na consideração de que, empresas intangível-intensivas são aquelas que possuem a maior parte de seu valor de mercado refletido por recursos não registrados nas demonstrações contábeis, o que ocorre apenas quando o indicador é superior a 2. Também aproxima-se ao raciocínio de Jensen (2005) de que o patrimônio é supervalorizado quando as empresas valem mais que o dobro do valor

intrínseco. Além disso, tal decisão é reforçada devido a pesquisa de Rodrigues et al. (2017) que identificaram que, ao separar as empresas conforme o *market-to-book* maior e menor que 1, não identificaram diferenças relevantes nos níveis de gerenciamento, mas apenas nas empresas de elevado valor de mercado.

As informações necessárias foram extraídas do banco de dados Economática®, do endereço eletrônico de Relação com Investidores das empresas e do diretório de empresas listadas da B3.

3.2 Modelo de gerenciamento de resultados

Para captar os *accruals* que servem como *proxys* para gerenciamento de resultados, foi utilizado o modelo de Dechow et al. (1995), denominado Jones Modificado. Esta escolha deveu-se aos aspectos positivos descritos na literatura bem como a diversidade de trabalhos que o utilizaram, como Cardoso et al. (2015), Moura et al. (2016), Consoni et al. (2017), Schuster e Klann (2019) e Wu e Lai (2020). Moura et al. (2016) afirmam que este modelo gera *accruals* sólidos ao oportunismo, destacando os *accruals* discricionários. Parte-se de *accruals* agregados para estimar o nível “normal” de *accruals*, e os desvios desse nível são considerados como gerenciamento (Consoni et al., 2017). Assim, utiliza-se regressões para obter os *accruals* não discricionários e, a partir deles, estimar os *accruals* discricionários, conforme a Tabela 1:

Tabela 1

Equações para obter os *accruals* discricionários.

Equação	Número
$AT_{i,t} = [(\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta EmpCP_{i,t}) - Depr_{i,t}] / A_{i,t-1}$	(Eq 1)
$TA_{i,t} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 (\Delta RL_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \alpha_3 (PPE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$	(Eq 2)
$AND_{i,t} = \hat{\alpha}_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 (\Delta RL_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \hat{\alpha}_3 (PPE_{i,t})$	(Eq 3)
$AD_{i,t} = AT_{i,t} - AND_{i,t}$	(Eq 4)

AC = ativo circulante; Disp = disponível; PC = passivo circulante; EmpCP = Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo; Depr = depreciação, amortização e exaustão; RL = receita líquida; REC = contas a receber; PPE = ativos imobilizados; $\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro da regressão.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Calculou-se primeiramente os *accruals* totais (AT) pela abordagem de balanço, considerando os cálculos para a empresa *i* no período *t*, conforme a Equação 1. A partir daí desenvolveu-se a regressão linear conforme a Equação 2, onde todas as variáveis foram ponderadas pelo ativo total do período anterior para que os valores sejam deflacionados e seja minimizado o problema de heterocedasticidade. Os resultados são combinados com os parâmetros do modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) para estimar os *accruals* não discricionários (AND). Para isto, os coeficientes obtidos α_1 , α_2 e α_3 da equação 2 foram aplicados na equação 3. Finalmente, os *accruals* discricionários (AD) são obtidos pela diferença entre AT e AND, conforme a equação 4. Assim, os AD são os resíduos da regressão de cada empresa e foram utilizados como *proxy* para gerenciamento de resultados.

Os valores dos *accruals* podem ser positivos ou negativos sendo que quanto mais próximo de 0, menor a presença de gerenciamento. Por outro lado, quanto mais distante de 0 maior a evidência de gerenciamento. Como o foco do trabalho é estudar o nível de gerenciamento, e não se este é positivo ou negativo, foram considerados os resultados em valores absolutos, procedimento comumente adotado em pesquisas neste âmbito.

3.3 Variáveis e modelo econométrico

Para captar o nível de intangibilidade, utilizou-se a divisão entre o valor de mercado do Patrimônio Líquido e o seu valor contábil, similar ao índice *market-to-book*. Esta *proxy* foi escolhida por captar as expectativas do mercado refletidas nos preços das ações, sendo assim, a que melhor corresponde ao objetivo do estudo. Tal indicador é bastante utilizado em pesquisas envolvendo mercado de capitais. Sua abordagem como índice de intangibilidade foi utilizada por diversos estudos

podendo citar Kayo et al. (2006), Machado e Famá (2011), Arantes, Júnior, Ávila e Antonialli (2020) e Machado e Galdi (2021).

A utilização deste índice é defendida por Chen e Zhao (2006) e Lev e Gu (2016) por basear-se na estreita relação que os ativos intangíveis possuem com a parcela do valor de mercado que supera o valor contábil. Quanto maior seu resultado, maior a participação dos ativos intangíveis no valor de mercado, denotando as características de firmas intangível-intensivas ou, tangível-intensivas caso contrário. Para diminuir as distorções provocadas por oscilações nas cotações das ações, considerou-se o índice médio anual.

Segundo Hribar e Nichols (2007), ao utilizar o valor absoluto dos *accruals* discricionários é essencial incluir variáveis de controle nos modelos econométricos. Assim, incluíram-se variáveis que captam os efeitos de ativos intangíveis registrados e demais variáveis comumente utilizadas nas pesquisas em contabilidade e finanças representando tamanho, endividamento, rentabilidade, crescimento e períodos de crises financeiras.

A variável de ativos intangíveis registrados foi incluída baseando-se nas pesquisas de Moura et al. (2014), Moura et al. (2016) e Lopes et al. (2021) que constataram menor gerenciamento de resultados em empresas com maior proporção de ativos intangíveis capitalizados no Balanço Patrimonial.

A variável tamanho foi incluída baseando-se nas evidências de Watts e Zimmerman (1990), os quais interpretam que empresas de maior porte estão mais expostas ao mercado investidor, provocando um desestímulo para a prática de gerenciamento de resultados frente ao custo político resultante dessa prática.

A inclusão da variável de endividamento ampara-se em Oliveira et al. (2020) e Paulo e Mota (2019), os quais interpretam que empresas têm incentivos para evitar a violação das obrigações contratuais e efeitos adversos sobre a classificação de suas dívidas. Dessa forma, Consoni et al. (2017) demonstraram que empresas com índices elevados de endividamento tendem a gerenciar resultados para mostrar lucros maiores.

Quanto a rentabilidade, Medeiros et al. (2019) e Santana et al. (2020) encontraram relação positiva com gerenciamento de resultados. Tal resultado sugere existência de práticas discricionárias para melhorar o desempenho das firmas.

A variável crescimento baseia-se em Rodrigues et al. (2019) os quais demonstraram aumento no nível de *accruals* no último trimestre do ano, denotando que gestores ajustam o reporte do desempenho das firmas no final do exercício.

Optou-se por incluir variável *dummy* para cada ano. Esta opção baseou-se em evidências de que períodos de recessão influenciam gerenciamento de resultados (Silva, Weffort, Flores, & Silva, 2014; Paulo & Mota, 2019) e a intangibilidade das firmas conforme descrito no referencial teórico. Dessa forma, considerando que no período estudado houve crise financeira em 2015 e 2016, pretende-se captar se este período motivou práticas discricionárias.

A Tabela 2 apresenta as variáveis e respectivas formulações:

Tabela 2
Construto das variáveis.

Variáveis Independentes	Sigla	Proxy	Relação Esperada com Y	Suporte Teórico
Grau de Intangibilidade	<i>INT1</i>	Valor de Mercado do PL / Valor Contábil do PL	(+)	Kayo et al. (2006), Machado e Famá (2011), Arantes et al. (2020) e Machado e Galdi (2021)
Variáveis de Controle	Sigla	Proxy	Relação Esperada com Y	Suporte Teórico

Continua...

Continuação...				
Variável Dependente	Sigla	Proxy	Relação Esperada com Y	Suporte Teórico
Intangíveis Capitalizados	INT2	Ativos Intangíveis Ativo Total	(-)	Moura et al. (2014), Moura et al. (2016) e Lopes et al. (2021).
Tamanho	TAM	Ln Ativo Total	(-)	Watts e Zimmerman (1990) e Consoni et al. (2017).
Endividamento	END	Passivo Exigível Vlr de Mercado do Patrimônio Líquido	(+)	Rodrigues et al. (2019), Paulo e Mota (2019) e Oliveira et al. (2020)
Rentabilidade	ROE	Lucro Líquido Patrimônio Líquido	(+)	Paulo e Mota (2019), Medeiros et al. (2019) e Santana et al. (2020)
Crescimento	CRESC	(Receita X2 – Receita X1) / Receita X1	(+)	Hribar e Nichols (2007), Rodrigues et al. (2019) e Oliveira et al. (2020)
Ano	ANO	Vetor de dummy para os anos de 2014 a 2019	(+/-)	Silva et al. (2014) e Paulo & Mota (2019)
<i>Accruals</i> Discricionários	AD	AD obtido pelo modelo Jones Modificado	Inaplicável	Dechow et al. (1995), Schuster e Klann (2019) e Wu e Lai (2020).

Fonte: Elaborada pelos autores.

Foi efetuada a estatística descritiva para caracterização dos dois grupos. Posteriormente, para testar a hipótese $H1$ aplicou-se o teste de *Mann-Whitney* no sentido de verificar se há relevância estatística na diferença entre as médias de *accruals* discricionários.

Para testar a hipótese $H2$ desenvolveu-se o modelo de Regressão com Dados em Painel que foi rodado para cada *cluster*. Foram aplicados os testes necessários para validar os pressupostos da regressão, com o intuito de garantir que o resultado não seja viesado ou inútil. Pretendeu-se evitar o erro de tendenciosidade por omissão ou inclusão de variável, certificando-se de que as variáveis incluídas são significativas e possuem relação racional, conforme o referencial teórico. Além disso, foram também aplicados testes para a escolha do melhor modelo de regressão, podendo ser dados empilhados, efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

O modelo de regressão foi desenvolvido da seguinte maneira:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 INT1_{it} + \beta_2 INT2_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \sum \beta_7 ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Eq. 5})$$

Como pretende-se verificar o impacto da intangibilidade sobre o gerenciamento de resultados espera-se que o coeficiente β_1 seja positivo e com maior significância no grupo de empresas intangível-intensivas.

Adicionalmente, foi rodada Regressão Quantílica considerando as mesmas variáveis da Equação 5 para que se possa analisar o comportamento dos regressores conforme níveis diferentes de gerenciamento de resultados.

Para o processamento econométrico utilizou-se o *software Stata*® versão 17.0.

4 RESULTADOS

4.1 Identificação das observações por nível de intangibilidade e por setor

Nesta seção apresenta-se a frequência de observações totais e distribuídas nos dois *clusters* conforme o nível de intangibilidade. Conforme os resultados apresentados na Tabela 3, nota-se maior

participação de empresas de Consumo Cíclico (37,36%), Utilidade Pública (17,58%) e Bens Industriais (12,09%) no total de observações.

A segregação da amostra resultou em maior quantidade de observações no grupo de empresas tangível-intensivas, totalizando 342. Percebe-se que o mercado brasileiro ainda é predominado por empresas com esta característica. O grupo de empresas intangível-intensivas é minoria, composto por 204 observações.

Tabela 3

Frequência das observações por setor e por característica de intangibilidade.

Setor	Total		Cluster 1 (INT1 ≤ 2) Tangível-Intensivas		Cluster 2 (INT1 > 2) Intangível-Intensivas	
	Freq	%	Freq	%	Freq	%
Bens Industriais	66	12,09	30	8,77	36	17,65
Comunicações	12	2,20	12	3,51	-	-
Consumo Cíclico	204	37,36	108	31,58	96	47,06
Consumo Não Cíclico	60	10,99	36	10,53	24	11,76
Materiais Básicos	54	9,89	48	14,04	6	2,94
Petróleo e Gás	12	2,20	6	1,75	6	2,94
Saúde	24	4,40	-	-	24	11,76
Tecnologia da Informação	18	3,30	12	3,51	6	2,94
Utilidade Pública	96	17,58	90	26,32	6	2,94
Total	546	100	342	100	204	100

Fonte: Elaborada pelo autor.

O grupo de firmas tangível-intensivas possui maior frequência de Utilidade Pública (26,32%) e Materiais Básicos (14,04%). Como tratam-se de setores caracteristicamente de capital intensivo, isto é refletido na predominância de observações com índice de intangibilidade menor do que 2, denotando menor participação de ativos intangíveis.

Entre as empresas intangível-intensivas há predominância de observações ligadas a Consumo Cíclico (47,06%) e Bens Industriais (17,65%). Ambos os setores tiveram suas frequências aumentadas neste grupo após a segregação da amostra.

O setor de Consumo Cíclico, predominante nas quantidades de observações em ambos os grupos, tem maior frequência nas observações intangível-intensivas. O fato de ter como característica mercado altamente competitivo, demandando investimentos que proporcionem vantagem competitiva, como marcas, faz com que possuam maior participação de ativos intangíveis. Além disso, a elevada precificação captada pelo índice de intangibilidade reflete maiores expectativas do mercado. O mesmo ocorre com Bens Industriais, que aumentou sua participação de 12,09% da amostra total para 17,65% no grupo de maior intangibilidade.

Outro setor com destaque no grupo intangível-intensivo é o de saúde, pois todas as 24 observações enquadram-se neste grupo, representando uma frequência de 11,76%. Isto reflete características do setor sendo altamente composto por serviços de elevado valor agregado.

4.2 Estatística descritiva e teste *Mann Whitney*

Os resultados da estatística descritiva estão apresentados na Tabela 4. Todas as variáveis foram winsorizadas a 1%.

Tabela 4

Estatística descritiva.

Variável	Cluster	Média	Desvio Padrão	Coef. Variação	Interv. Conf.**
INT1	Total	1,98	1,81	0,91	1,61; 2,36
	Cluster 1	1,00	0,47	0,47	0,95; 1,05
	Cluster 2	4,07	2,19	0,54	3,79; 4,35

Continua...

Continuação...

	Total	0,0397	0,0610	1,5000	0,03; 0,05
AD	Cluster 1	0,0342	0,0550	1,6082	0,02; 0,04
	Cluster 2	0,0401	0,0400	1,0000	0,03; 0,05
	Total	0,17	0,19	1,12	0,15; 0,19
INT2	Cluster 1	0,13	0,19	1,46	0,11; 0,15
	Cluster 2	0,22	0,18	0,82	0,20; 0,24
	Total	15,19	2,29	0,15	15,00; 15,38
TAM	Cluster 1	15,32	2,53	0,17	15,05; 15,59
	Cluster 2	14,99	1,80	0,12	14,74; 15,24
	Total	1,17	1,30	1,11	1,06; 1,28
END	Cluster 1	1,54	1,46	0,95	1,38; 1,70
	Cluster 2	0,55	0,59	1,07	0,47; 0,63
	Total	0,12	1,06	8,83	0,03; 0,21
ROE	Cluster 1	0,05	0,20	4,00	0,03; 0,07
	Cluster 2	0,22	1,71	7,77	-0,02; 0,46
	Total	0,10	0,72	7,20	0,04; 0,16
CRESC	Cluster 1	0,12	0,89	7,42	0,03; 0,21
	Cluster 2	0,07	0,19	2,71	0,04; 0,10

* Cluster 1 refere-se a intangibilidade ≤ 2 e cluster 2 a intangibilidade > 2 . ** nível de significância (α) de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando os seis anos abrangidos pelo estudo, a média do Índice de Intangibilidade foi de $\mu = 1,98$. Isto significa que o valor de mercado do Patrimônio Líquido das empresas equivale-se ao dobro do valor contábil aproximadamente. Em outras palavras, o mercado se dispõe a desembolsar um prêmio acima do valor contábil, devido a percepção de elementos potenciais geradores de valor que não estão registrados pela contabilidade. Porém, o resultado deste indicador é bastante diferente entre os dois grupos em termos de valores médios e oscilação. A média de intangibilidade foi $\mu = 1,00$ para o cluster 1 e $\mu = 4,07$ para o cluster 2. Assim, as empresas intangível-intensivas apresentam nível médio de intangibilidade bastante acima da média geral do mercado. Quanto às oscilações, observa-se que as empresas intangível-intensivas apresentaram maior coeficiente de variação. Isto indica que, neste grupo, os resultados são mais oscilantes em uma faixa de distribuição que atinge pontos extremos distantes da média. Esta maior oscilação nas empresas do cluster 2 pode ser observada também nos intervalos de confiança obtidos com nível de significância de 5% como risco do erro da inferência estatística. O resultado demonstra que, em 95% das observações, o indicador oscilou conforme $P = 0,95; 1,05$ nas empresas tangível-intensivas. Enquanto as empresas intangível-intensivas apresentaram intervalo com maiores valores absolutos e que abrangem uma maior faixa de oscilação, girando entre $P = 3,79; 4,35$. Mediante esta observação, pode-se deduzir que a maior variação neste grupo pode ser reflexo da movimentação do preço das ações refletindo os ajustes de expectativas do mercado sobre estas empresas.

Quanto aos *accruals* discricionários, também são maiores no cluster 2. A princípio isto sugere que o nível de gerenciamento de resultados é maior nas empresas com alta intangibilidade. Porém é preciso cautela nesta interpretação dada a proximidade dos resultados, o que pode também ser observado pelos intervalos de confiança pois apenas os valores extremos (mínimos do cluster 1 e máximos do cluster 2) não se cruzam.

Em relação às demais variáveis, os resultados demonstram diferenças nas características entre os dois grupos de empresas.

As firmas intangível-intensivas possuem maiores médias de ativos intangíveis capitalizados e rentabilidade. Isto denota que ativos intangíveis registrados no Balanço Patrimonial contribuem com a valorização do mercado. Tal resultado condiz com pesquisas que demonstraram *value relevance* deste item, como Banker et. al. (2019), Loprevite et. al. (2019) e Pacheco e Rover (2020). Quanto à rentabilidade, sua maior média para empresas intangível-intensivas reflete o potencial de geração de benefícios deste tipo de ativo, conforme demonstrado por Kayo et al. (2006) e Almeida e Jordão (2017).

Outra constatação que merece atenção diz respeito ao endividamento. A média deste indicador é menor no grupo de empresas intangível-intensivas, indo no encontro de estudos que demonstraram que essas firmas possuem menor alavancagem (Kayo et al. 2006; Crisóstomo, Pinheiro, & Nakamura, 2020). Isto ocorre devido à característica de singularidade dos ativos

intangíveis que não constitui garantia para dívidas. Outra explicação reside no fato de que, se a geração de retorno nas empresas intangível-intensivas é superior às demais isto faz com que tenham menor necessidade de endividamento, identificando-se com a teoria *pecking order*, que sustenta que empresas mais rentáveis são menos endividadas (Myers, 1984). Isto demonstra estreito relacionamento entre ativos intangíveis e o capital próprio.

Para validar a relevância estatística na diferença entre as médias de *accruals* discricionários e testar a hipótese 1 com maior rigor quantitativo, foi aplicado o teste não paramétrico de Mann-Whitney. Neste teste assume-se a hipótese H_0 de igualdade entre as médias, ou seja, $H_0: (AD\ Intang > 2) = (AD\ Intang \leq 2)$. Os resultados constam na Tabela 5:

Tabela 5
Teste não paramétrico Mann-Whitney.

$u1$ e $u2$	u	z crítico	z_{cal}	Reflexo em H_0
58967.5	29484	1,6448*	18,4438	Rejeitar
		1,9599**		
		2,5758***		

* nível de significância (α) de 10%. ** nível de significância (α) de 5%. *** nível de significância (α) de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados apontam para a rejeição da hipótese de igualdade, que pode ser observada por u e z_{cal} . A estatística u é menor que $u1$ e $u2$. O valor de z_{cal} ficou fora da área de aceitação da hipótese nula determinada pelo z crítico nos três níveis de significância. Ao rejeitar H_0 , pode-se afirmar que as médias dos dois grupos são diferentes com significância estatística. Tais resultados permitem afirmar que o *cluster 2*, composto por empresas intangível-intensivas, possui maior nível de gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários do que o *cluster 1*, composto por empresas tangível-intensivas. Dessa forma foi possível validar a hipótese $H1$ pois o grupo de empresas intangível-intensivas tem maior gerenciamento de resultados do que o grupo de empresas tangível-intensivas. Este resultado corrobora Almeida et al. (2011).

4.3 Regressão linear com dados em painel

Para a aplicação do modelo econométrico, foram executados os testes de validação dos pressupostos da regressão. Os resultados foram:

Tabela 6
Testes de validação dos pressupostos.

Teste	Resultados		
Mean VIF	< 10		
Durbin-Watson	1,5405		
Breusch-Pagan estimado	0,2292*	0,1146**	0,0229***
Breusch-Pagan tabelado	4,6051*	5,9915**	9,2103***
Kolmogorov-Smirnov estimado	0,1617		
Kolmogorov-Smirnov tabelado	0,1272*	0,1418**	0,1699***

* significante a 10%. ** significante a 5%. *** significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para a análise de multicolinearidade, o teste de fator de inflação da variância (*Variance Inflation Factor - VIF*), obteve resultados inferiores a 10, descartando a possibilidade de correlação cruzada. O teste *Durbin-Watson* demonstrou ausência de autocorrelação dos resíduos, sendo estes aleatórios e independentes. A existência de homocedasticidade é apontada pelo teste *Breusch-Pagan*, pois o resultado estimado ficou abaixo do padrão tabelado nos três níveis de significância, indicando que há normalidade no comportamento dos resíduos. Para verificar se os resíduos possuem distribuição normal, o resultado do teste *Kolmogorov-Smirnov* ficou abaixo do limite tabelado no nível de significância de 1%.

O próximo passo foi efetuar a Regressão com Dados em Painel. Para a análise do melhor modelo de regressão foram aplicados os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, sendo

que seus resultados determinaram a utilização de regressão de dados em painel com efeitos fixos (*fixed effects* – FE) ao nível de significância de 5%. A utilização do modelo de efeitos fixos diminui as dificuldades inerentes a variáveis omitidas, uma vez que tais efeitos são captados por coeficientes individuais. Dessa forma é possível dirimir problemas causados por heterogeneidade não observável. Assim, optou-se por controlar os efeitos fixos por empresa, admitindo a cada uma sua própria variável *dummy* de intercepto refletindo a singularidade. O teste *F* demonstrou que os modelos são significantes a 1%. O resultado do teste *Wald* apontou para significância das variáveis. A Tabela 7 apresenta os resultados obtidos:

Tabela 7

Regressão com dados em painel.

Equação	$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 INT1_{it} + \beta_2 INT2_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 CRESC_{it} + \sum \beta_7 ANO_{it} + \varepsilon_{it}$					
	Amostra Total		Cluster 1 (<i>Intang</i> ≤ 2) Tangível-Intensivas		Cluster 2 (<i>Intang</i> > 2) Intangível-Intensivas	
<i>R</i> ² within	0,0644		0,0410		0,1313	
<i>F</i> test	61,44***		56,27***		33,16***	
Chow	0,0017		0,0261		0,0177	
LM	0,0000		0,0311		0,0200	
Hausman	0,0000		0,0319		0,0100	
Wald	0,0011		0,0241		0,0119	
Firm FE	Sim		Sim		Sim	
Obs	546		342		204	
	Coefficientes	Stat t	Coefficientes	Stat t	Coefficientes	Stat t
Intercepto	0,0402***	8,82	0,0504***	3,71	0,0327***	6,34
INT1	0,0002***	2,99	0,0001	0,39	0,0002***	3,03
INT2	-0,0007	0,40	-0,0005	0,24	-0,0010	0,22
TAM	0,0001	0,36	-0,0003	-0,35	0,0002	0,69
END	0,0001	0,72	0,0002	0,79	-0,0003	-0,40
ROE	0,0001*	1,24	-0,0008	-0,60	0,0002**	1,24
CRESC	-0,0001	-0,71	-0,0001	-0,56	-0,0019	-1,12
2014	-0,0003	-0,70	-0,0008	-1,08	0,0001	0,13
2015	-0,0008	-1,47	-0,0011	-1,42	-0,0006	-0,69
2016	-0,0005	-1,03	0,0013	1,75	0,0002	0,22
2017	0,0010*	1,90	0,0002*	0,38	0,0018**	2,05
2018	0,0006	1,12	-0,0000	-0,12	0,0016*	1,78
2019	0,0002	1,52	0,0001	0,35	0,0010	1,25

* significante a 10%. ** significante a 5%. *** significante a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados para a amostra total demonstram que o nível de intangibilidade das firmas é fator influenciador de práticas de gerenciamento de resultados. A variável *INT1* retornou relação positiva significante a 1%. Isto sugere que, a princípio, as expectativas dos investidores influenciam escolhas contábeis discricionárias independente da valorização de mercado da empresa. Estes resultados vão de encontro com Almeida et al. (2011), Rodrigues et al. (2017) e Santana et al. (2020) no sentido de que resultados divulgados podem ser influenciados pela necessidade de corresponder a previsões de lucros.

O modelo retornou relação positiva e significativa a 10% entre *accruals* discricionários e rentabilidade condizente com Silva et al. (2014), Schuster e Klann (2019) e Medeiros et al. (2019) que demonstraram que empresas com maior rentabilidade estão associadas a maior gerenciamento. Isto sugere que os julgamentos contábeis nas firmas podem estar conduzindo a práticas que aumentam os componentes discricionários dos lucros.

A mesma significância foi obtida no coeficiente positivo para o ano de 2017. Isto denota que neste ano houve maiores níveis de *accruals* discricionários. Como foi o período imediatamente posterior às crises de 2015 e 2016, o resultado sugere que as empresas podem ter gerenciado resultado na retomada da atividade econômica com o propósito de amenizar efeitos negativos que os períodos de crise causaram sobre seus resultados, recuperando potencial de lucratividade, imagem e reputação perante o mercado. Quanto a comparação com as evidências apontadas pela literatura, os resultados aqui encontrados corroboram em parte os estudos de Silva et al. (2014) e Paulo e Mota

(2019). Enquanto os autores constataram maiores níveis de gerenciamento de resultados em períodos de crise, o presente estudo constatou que tal relação é significativa no pós-crise. Este resultado confirma as evidências dos autores no sentido de que crises podem motivar *accruals*, mas difere no momento de tal influência. O fato de ser a única variável significativa nas três regressões sugere que esta constatação não é condicionada ao nível de intangibilidade das firmas.

Os coeficientes obtidos para as demais variáveis não apresentaram significância estatística, o que não permite fazer inferências sobre seus resultados. As variáveis de ativos intangíveis capitalizados e endividamento retornaram os sinais esperados enquanto que tamanho apresentou sinais diversos e crescimento apresentou sinal contrário ao esperado.

O confronto dos resultados obtidos para os dois *clusters*, ainda na Tabela 7, enfatiza a diferença no efeito da variável de intangibilidade entre as empresas dos dois grupos.

Observa-se que na regressão para o *cluster* 1, composto por empresas tangíveis-intensivas, a *proxy* de intangibilidade *INT1* obteve sinal positivo mas não apresentou significância estatística como variável influenciadora dos *accruals* discricionários. Isto sugere que, para firmas tangível-intensivas, a intangibilidade não é fator determinante de gerenciamento de resultados. Esta observação vai de encontro com as literaturas no sentido de que, como tais empresas sujeitam-se a menores expectativas do mercado, elas não têm a intangibilidade como fator de influência nas práticas de gerenciamento. A variável *INT2* também não retornou significância, denotando que não é influenciadora de gerenciamento de resultados neste grupo.

Quanto às demais *proxies*, apenas a variável referente ao ano de 2017 retornou significância estatística. Similar ao resultado obtido na regressão de todas as empresas conjuntamente, o coeficiente positivo para este grupo sugere a ocorrência de maiores práticas de gerenciamento de resultados em período posterior a crise financeira de 2015 e 2016. Assim, as práticas de gerenciamento no pós-crise ocorreram também nas empresas tangível-intensivas.

A perda de significância para rentabilidade sugere que esse regressor perde poder explicativo na regressão para empresas de baixa intangibilidade, demonstrando que a relação entre rentabilidade e gerenciamento é menos enfática neste grupo.

Os resultados obtidos na regressão para o *cluster* 2, composto por empresas intangível-intensivas, obtiveram maior significância estatística. Isto ocorreu pelo maior valor de R^2 e maior quantidade de variáveis com resultados significantes, sendo elas *INT1* (*p-value* 1%), *ROE* (*p-value* 5%) e os anos de 2017 (*p-value* 5%) e 2018 (*p-value* 10%).

A variável *INT1* obteve relação positiva e significativa com *accruals* discricionários. Quanto maior o nível de intangibilidade das empresas deste grupo, maior a utilização de práticas discricionárias para gerenciar os resultados. Esta constatação sugere que estas firmas gerenciam mais intensamente os resultados para manter a superavaliação das ações, resultando em lucros de pior qualidade. Isto corresponde aos estudos descritos no referencial teórico no sentido de que empresas sob mais expectativas de crescimento tendem a praticar mais gerenciamento, corroborando Almeida et al. (2011). Constatações similares foram obtidas por Silva et al. (2014), Queiroz e Almeida (2017), Rodrigues et al. (2017) e Santana et al. (2020).

Pode-se argumentar que, como o índice de intangibilidade reflete oportunidades de crescimento e expectativa de geração de recursos, as empresas intangível-intensivas têm seu valor de mercado altamente baseado em expectativas futuras, o que pode constituir um ambiente de alta subjetividade para o julgamento das Normas Contábeis, acarretando práticas discricionárias de gestores. A medida que o mercado tenha altas expectativas em relação a essas empresas, pode haver oportunismo nas escolhas contábeis para que o resultado divulgado corresponda a expectativas e mantenha o valor de mercado superior ao valor contábil.

Ao comparar os resultados do presente estudo com a pesquisa de Almeida et al. (2011), observa-se que, mesmo com o passar dos anos, permanece a tendência de maior gerenciamento de resultados em empresas intangível-intensivas e que, neste grupo, a intangibilidade é um fator

influenciador dos *accruals* discricionários. Como não há mudanças relevantes conforme o período entre as duas pesquisas, é possível sugerir que a influência do nível de intangibilidade sobre o gerenciamento nas empresas intangível-intensivas não é temporal, mas sim constante. Além disso, os resultados estão em consonância com estudos que indicam que a adoção das IFRS não restringiu o gerenciamento de resultados (Boina & Macedo, 2018). Ademais, estas constatações condizem com Jensen (2005) e Dechow et al. (2012) que argumentam que quando se começa o gerenciamento de resultado é difícil parar pois as práticas discricionárias que influenciam o período presente refletem nos períodos futuros.

Desse modo confirmou-se a hipótese *H2*, pois nas empresas intangível-intensivas há maior influência do nível de intangibilidade sobre o gerenciamento de resultados do que nas empresas tangível-intensivas.

Quanto a variável rentabilidade, o coeficiente encontrado para o *cluster 2* é mais significativo do que para a amostra geral. Este aumento de significância sugere que a influência de rentabilidade sobre gerenciamento é ainda mais forte neste grupo. Entende-se que as expectativas de mercado colocadas sobre as empresas intangível-intensivas podem motivar a discricionariedade na interpretação e aplicação de normas contábeis causando impacto positivo nos lucros divulgados, constituindo outra evidência que ampara a confirmação da hipótese 2.

Os resultados obtidos pelas variáveis representativas dos anos de 2017 e 2018 também foram mais significativas do que nas outras regressões. Isto denota que o gerenciamento de resultados pós-crise ocorreu mais acentuadamente nas empresas intangível-intensivas (constatada pela maior significância de 2017) e persistiu por mais tempo (dada a significância de 2018). Dessa forma, a saída da crise pode ter causado maior impacto nas decisões contábeis das empresas intangível-intensivas. Estas empresas podem se ver diante da necessidade de relatarem melhores resultados denotando superação de ambiente adverso ocasionado pela crise.

Apesar de o modelo não ter retornado relação significativa com as demais variáveis de controle, alguns resultados merecem discussão.

Os coeficientes obtidos para ativos intangíveis capitalizados (*INT2*) apontam relação negativa com gerenciamento de resultados, assim como encontrado por Moura et al. (2014), Moura et al. (2016) e Lopes et al. (2021). Com isto, é possível que ativos intangíveis contabilizados possam contribuir com a qualidade das informações contábeis. Como esta relação também foi encontrada no *cluster 2*, pode-se sugerir que mesmo nas empresas de elevada intangibilidade, os ativos intangíveis registrados podem ser um fator atenuante de práticas discricionárias. Esta constatação exige cautela dada a falta de significância estatística.

Quanto à *proxy* de endividamento, esta retornou coeficiente negativo no *cluster 2*, diferente do esperado e controverso às pesquisas de Consoni et al. (2017) e Schuster e Klann (2019). Este resultado sugere que, para o grupo de empresas intangível-intensivas, o endividamento também pode exercer papel limitador de práticas discricionárias.

4.4 Análise adicional: regressão quantílica

Para maior aprofundamento na investigação processou-se a Regressão Quantílica. Esse modelo de regressão é útil em situações onde há dados altamente assimétricos e retirados de amostras não homogêneas. Por ser mais robusta aos *outliers*, melhor explora a heterogeneidade das observações. Além disso, considera outras características da distribuição de probabilidade e não apenas o comportamento médio dos dados (Gujarati, 2019).

Esse modelo tem como principal conceito a função de quantil condicional, onde as observações são particionadas conforme a quantidade desejada de quantis, proporcionando observar outras características das distribuições e sua reação aos regressores.

Para este processamento descartou-se a segregação anterior da amostra e optou-se por particionar as observações em cinco quintis conforme os níveis de *accruals* discricionários. Para

melhor captar os efeitos das extremidades, a winsorização anteriormente efetuada foi desfeita, retornando aos dados originais sem qualquer corte ou ajuste de observações extremas.

Ao rodar a regressão simultânea, o *software Stata®* aplica o método de reamostragem (*bootstrapping*) para obter os erros padrão para cada quintil. Os resultados constam na Tabela 8 sendo que, por parcimônia, optou-se por apresentar apenas as variáveis de intangibilidade:

Tabela 8
Regressão quantílica.

	Wald	q1	q2	q3	q4	q5
INT1	0,0034	0,0005 (0,216)	0,0014* (0,103)	0,0017*** (0,007)	0,0021*** (0,003)	0,0019*** (0,007)
INT2	0,0400	-0,0078* (0,081)	-0,0244* (0,104)	-0,0285 (0,231)	-0,0270 (0,248)	-0,0185 (0,169)
Pseudo R ²	-	0,0282	0,0537	0,0548	0,0431	0,0304
Wald Prob > F	0,0000					
Prob > chi2	0,0000					

* significativa a 10%. ** significativa a 5%. *** significativa a 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para analisar se os coeficientes quantílicos diferem estatisticamente entre si foi aplicado o teste *Wald* em três etapas. Primeiro considerando todas as variáveis juntas na regressão, conforme o modelo proposto na Equação 5. Posteriormente, para cada variável representativa dos ativos intangíveis, sendo *INT1* e *INT2*. Para as três situações, o valor de *F* rejeita a hipótese de que os coeficientes são iguais. Dessa forma, os quintis condicionais dos níveis de *accruals* discricionários e de intangibilidade são estatisticamente diferentes.

Os resultados da Tabela 7 demonstram relação positiva entre a intangibilidade medida por *INT1* e gerenciamento de resultados em todos os quintis. Em *q2* obteve-se significância a 10% para esta relação, enquanto que, nos próximos quintis, a significância subiu para 1%. A medida que se passa dos quintis inferiores para os superiores, elevam-se os valores de coeficientes e a significância estatística. Estes resultados sugerem que maiores níveis de *accruals* discricionários estão associados a maiores níveis de intangibilidade, principalmente de *q3* a *q5*. Assim, nas empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados, a influência positiva exercida pela intangibilidade é mais enfática. Isto confirma os achados obtidos na Regressão com Dados em Painel, no sentido de que a intangibilidade é positivamente relacionada com *accruals* discricionários, novamente corroborando Almeida *et al.* (2011). E amplia a análise ao demonstrar que quanto maior o nível de gerenciamento de resultados, mais forte é a influência da intangibilidade sobre esta prática. Dessa forma, mantém-se a constatação de que a intangibilidade é fator influenciador de gerenciamento de resultado apenas nas empresas intangível-intensivas, confirmando também a hipótese *H2*.

Para a variável relacionada a ativos intangíveis registrados no balanço (*INT2*) observa-se que apenas os quintis *q1* e *q2* retornaram significância. Nestes dois grupos, os ativos intangíveis registrados restringem o gerenciamento de resultados. Dessa forma, corrobora-se apenas parcialmente os achados de Moura *et al.* (2014), Moura *et al.* (2016) e Lopes *et al.* (2021), pois para os demais quintis não houve significância. Isto sugere que o efeito limitador que os ativos intangíveis registrados causam sobre o gerenciamento de resultados ocorre apenas nas empresas com baixo nível de *accruals* discricionários. Depreende-se que é possível que os ativos intangíveis registrados sejam responsáveis por menores níveis de gerenciamento de resultados. Como o reconhecimento de ativos intangíveis passa por extensas verificações, este alto grau de exigência para contabilização pode contribuir com o aumento da transparência. Como a constatação não ocorreu em todos os quintis, isto demonstra que há circunstâncias em que a relação entre estas variáveis ainda não é clara.

Diante dos resultados discutidos, tanto na regressão com Dados em Painel quanto na Regressão Quantílica, pode-se sumarizar que a relação entre intangibilidade e gerenciamento de resultados é positiva e mais enfática nas empresas intangível-intensivas. Ao passo que, a relação entre ativos intangíveis registrados e gerenciamento é negativa e relevante apenas nas empresas com baixos níveis de *accruals*.

5 CONCLUSÃO

O presente trabalho foi desenvolvido com o propósito de analisar a influência do nível de intangibilidade das empresas sobre o gerenciamento de resultados. Conjecturou-se que a valorização das ações pode conduzir a práticas contábeis com viés de interesse para que se corresponda a expectativas do mercado.

Após separar a amostra em dois *clusters*, observou-se pela estatística descritiva que o grupo de empresas intangível-intensivas apresenta maiores níveis de *accruals* discricionários. O resultado do teste de *Mann Whitney* possibilitou afirmar que a diferença nas médias de *accruals* é estatisticamente significativa. Isto possibilitou afirmar que o nível de gerenciamento de resultados é maior nas empresas intangível-intensivas, confirmando a hipótese *H1*.

A seguir foi rodado o modelo proposto de regressão linear nos dois grupos. Na regressão para o *cluster 1*, a variável de intangibilidade não apresentou significância estatística. Este resultado permite afirmar que o nível de intangibilidade não é um fator determinante de gerenciamento de resultados nas empresas tangível-intensivas. Como estas empresas não estão sujeitas a elevadas expectativas e, portanto, são valoradas pelo mercado de tal forma que não haja grande distância do valor contábil, isto sugere que a elaboração de demonstrações contábeis é feita com menor viés de interesse, denotando maior qualidade nos lucros.

Os resultados obtidos na regressão para o *cluster 2* demonstraram relação positiva e significativa entre intangibilidade e *accruals* discricionários. Assim, confirmou-se a hipótese *H2*, permitindo afirmar que no grupo de empresas intangível-intensivas, a intangibilidade exerce influência sobre o gerenciamento de resultados. As práticas contábeis dessas companhias podem estar sendo conduzidas com o propósito de corresponder às expectativas de mercado, o que implica em lucros de pior qualidade. A regressão para este grupo obteve ainda resultado significativo e positivo para rentabilidade, sugerindo que aplicações enviesadas das normas contábeis podem ser utilizadas para impactar positivamente os lucros.

Observou-se ainda que os anos posteriores à crise financeira exerceram influência positiva nos *accruals* discricionários. Isto denota que houve gerenciamento de resultados no pós-crise independentemente do nível de intangibilidade das empresas.

A comparação dos resultados da presente pesquisa com os resultados obtidos por Almeida et al. (2011) demonstra que a tendência de maior gerenciamento de resultados em empresas intangível-intensivas, constatada pelos autores nos anos de 1998 a 2005, continua nos dias de hoje. O fato de não haver mudanças significativas ao longo do intervalo entre as duas pesquisas, pode sugerir que a influência do nível de intangibilidade sobre as práticas de gerenciamento nas empresas intangível-intensivas não é temporal, mas sim constante. Considerando o advento das IFRS como aspecto relevante de influência na qualidade das informações contábeis, a presente pesquisa também configura evidências de que a adoção de tais normas não restringiu o gerenciamento de resultado, assim como constatado por Boina e Macedo (2018).

Adicionalmente, a Regressão Quantílica demonstrou que a influência da intangibilidade sobre o gerenciamento de resultados é mais forte nas firmas com maiores níveis de *accruals* discricionários. Por outro lado, ativos intangíveis contabilizados no balanço possuem relação com baixos níveis de *accruals*, denotando contribuição à qualidade da informação divulgada.

Considerando as duas abordagens de intangibilidade, os resultados demonstraram que a intangibilidade baseada em valor de mercado é fator influenciador para o gerenciamento de resultados nas empresas intangível-intensivas. Quanto a intangibilidade baseada em ativos intangíveis contabilizados, observou-se que estes podem reduzir o gerenciamento de resultados. Essa constatação obteve menor significância e ocorreu apenas ao particionar a amostra conforme níveis de *accruals*. Isto é indício de que ativos intangíveis capitalizados no Balanço Patrimonial podem contribuir com a qualidade das informações. Ao passo que, aqueles que não estão contabilizados podem ocasionar piora na qualidade, pois seu caráter de subjetividade aliado a expectativas de mercado, podem ser fatores motivadores para que as empresas divulguem resultados enviesados.

Os resultados e discussões proporcionados pelo estudo configuram contribuições para o entendimento do ambiente informacional das empresas. Como os recursos intangíveis tornam-se essenciais, valiosos e condutores de lucros, investidores, órgãos reguladores e demais agentes podem entender como estes recursos impactam a divulgação de informações.

Por fim, é preciso reconhecer os fatores limitantes do estudo. A restrição a 92 empresas não permite generalizar os resultados obtidos pois amostras não probabilísticas não garantem a representatividade da população. Ademais, é preciso reconhecer que a utilização de diferentes modelos para captar os *accruals* discricionários podem conduzir a resultados diversos. Apesar do Modelo Jones Modificado ser um dos mais adotados nas pesquisas no Brasil e no mundo, a utilização de outros modelos pode corroborar ou refutar o presente estudo.

Novos estudos podem ser efetuados a partir dessas constatações. Como não há soluções simples para os custos de agencia do patrimônio supervalorizado, esta é uma área promissora a ser explorada (Jensen, 2005). Recomenda-se em estudos futuros a utilização de outros modelos para captação dos *accruals* ou estudar os demais atributos de qualidade das informações como relevância, persistência, oportunidade, conservadorismo e tempestividade.

Com o desenvolvimento dos negócios e o crescente fluxo de capitais pelo mundo, a alta qualidade da informação contábil deve ser objetivo dos profissionais contábeis e exigência de todos os participantes do mercado. Isto denota a importância para que a comunidade acadêmica dedique esforços em novas pesquisas neste contexto.

REFERÊNCIAS:

- Almeida, J. E. F., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice *market-to-book*. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62.
- Almeida, V. R., & Jordão, R. V. D. (2017). Análise dos efeitos do capital intelectual na lucratividade das empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 13(4), 104-126.
- Arantes, R. C., Júnior, A. C. B., Ávila, E. S., & Antonialli, L. M. (2020). Ativos e Passivos Intangíveis: Uma análise da Rentabilidade e Produtividade das Empresas de Capital Aberto Listadas no Brasil. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 15(2), 63-82.
- Ball, R. J., Brown, W. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Banker, R. D., Huang, R., Natarajan, R., & Zhao, S. (2019). Market Valuation of Intangible Asset: Evidence on SG&A Expenditure. *The Accounting Review*, 94(6), 61-90.
- Boina, T. M., & Macedo, M. A. S. (2018). Capacidade preditiva de *accruals* antes e após as IFRS no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 29(78), 375-389.
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R2 in accounting research: measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83-115.
- Brugni, T. V., Fávero, L. P. L., Flores, E. S., & Beiruth, A. X. (2015). O vetor de causalidade entre lucro contábil e preço das ações: existem incentivos para a informação contábil seguir o preço no Brasil? *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 26(1), 79-103.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- Burgstahler, D.; Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.

- Cardoso, R. L., Souza, F. N., & Dantas, M. M. (2015). Impactos da adoção do IFRS na acumulação discricionária e na pesquisa em gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 65-84.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) Ativo Intangível. Recuperado em 26 maio, 2021.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro. Recuperado em 15 fevereiro, 2022.
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade e Finanças*, 28(74), 249-263.
- Crisóstomo, V. L., Pinheiro, B. G., & Nakamura, W. T. (2020). Concentração de propriedade e emissão de ação: Evidência da América Latina. *Revista Brasileira de Finanças*, 18(4), 33-76.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting review*, 193-225.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Edmans, A. (2011). Does the stock Market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640.
- Edwards, E. O., & Bell, P. W. (1961). The theory and measurement of business income. Berkeley: *University of California Press*.
- Eisfeldt, A. L., & Papanikolaou, D. (2014). The Value and Ownership of Intangible Capital. *The American Economic Review*, 104(5), 189-194.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, 50(1), 55-131.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and cleans surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11, 689-731.
- Griffin, J. M., & Lemmon, M. L. (2002). Book-to-Market Equity, Distress Risk and Stock Returns. *The Journal of Finance*, 57(5), 2317-2336.
- Gujarati, D. (2019). *Econometria. Princípios, Teoria e Aplicações Práticas*. São Paulo: Saraiva.
- Haskel, J., & Westlake, S. (2018). *Capitalism without Capital. The rise of the intangible economy*. New Jersey: Princeton University Press.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Hong, Y., Huseynov, F., & Zhang, W. (2014). Earnings Management and Analyst Following: A Simultaneous Equations Analysis. *Financial Management*, 43(2), 355-390.
- Hribar, P.; Nichols, D. C. (2007). The Use of Unsigned Earnings Quality Measures in Tests of Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 1017-1053.

- Jensen, M. C. (2005). Agency Costs of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34(1), 5-19.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 193-228.
- Kanodia, C., Sapra, H., & Venugopalan, R. (2004). Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs? *Journal of Accounting Research*, 42(1), 89-120.
- Kayo, E. K., Kimura, H., Basso, L. F. C., & Krauter, E. (2006). Os fatores determinantes da intangibilidade. *Revista de Administração Mackenzie*, 7(3), 112-130.
- Lev, B., & Gu, B. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. New Jersey: Wiley.
- Lopes, F. C. C., Peixoto, F. M., & Carvalho, L. (2021). Gerenciamento de resultados, ativos intangíveis e controle familiar: análise da qualidade da informação contábil brasileira. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40(2), 153-170.
- Loprevite, S., Rupo, D., & Ricca, B. (2019). Does the voluntary adoption of integrated reporting affect the value relevance of accounting information? Empirical evidence from Europe. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(3), 238-268.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-110.
- Machado, J. H., & Galdi, F. C. (2021). Ativos Intangíveis e Estrutura de Propriedade: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. In 21^o USP International Conference in Accounting. São Paulo, Brasil: USP.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade e Finanças*, 19(46), 7-17.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O Gerenciamento de Resultados Contábeis Exerce Influência na Acurácia da Previsão de Analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90.
- Medeiros, J. T., Paulo, E., Melo C. L. L., & Mota, R. H. G. (2019). Previsão de analistas e as estratégias de gerenciamento de resultados utilizadas para evitar surpresa nos lucros. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 49-64.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V., & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32-44.
- Moura, G. D., Theiss, V., & Cunha, P. R. (2014). Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 11(2), 111-122.
- Moura, G. D., Ziliotto, K., & Mazzioni, S. (2016). Fatores determinantes da qualidade da informação contábil em companhias abertas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 27, 17-30.
- Mukherjee, S. G. (2014). Investing in the "New Economy": Mutual Fund Performance and the Nature of the Firm. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(1), 165-191.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Oliveira, W. C., Moreira, N. C., Nossa, S. N., & Monte-Mor, D. S. (2020). Gerenciamento de Resultado e o Detalhamento dos Covenants. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 13(2), 26-45.

- Pacheco, J., & Rover, S. (2020). Relevância da natureza dos ativos intangíveis das companhias abertas para o mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 16(2), 67-86.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças*, 30(80), 216-233.
- Piketty, T. (2014). *O Capital no século XXI*. Rio de Janeiro: Intrínseca.
- Queiroz, J. M., & Almeida, J. E. F. (2017). Efeitos das hipóteses da teoria positiva da contabilidade na qualidade da informação contábil. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 50-69.
- Rodrigues, R. M. R. C., Paulo E., & Melo, C. L. L. (2017). Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não-financeiras do Ibovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, 28(3), 82-102.
- Rodrigues, R. M. R. C., Melo, C. L. L., & Paulo, E. (2019). Gerenciamento de Resultados e Nível dos *Accruals* Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. *Brazilian Business Review*, 16(3), 297-314.
- Santana, C. V. S., Santos, L. P. G., Júnior, C. V. O. C., & Martinez, A. L. (2020). Sentimento do investidor e gerenciamento de resultados no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 31(83), 283-301.
- Santos, S. M., Lemes, S., & Barboza, F. L. M. (2019). O value relevance é relevante? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13, 1-18.
- Schuster, H. A., & Klann, R. C. (2019). Responsabilidade social corporativa e gerenciamento de resultados por *accruals*. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(1), 01-26.
- Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E. S., & Silva, G. P. (2014). Gerenciamento de resultados e crises econômicas no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-284.
- Simpson, A. (2013). Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7), 869-900.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in *Accruals* and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Wu, K., & Lai, S. (2020). Intangible intensity and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 64.

Endereço dos Autores:

Rua Floriano Peixoto, 40
Jardim Coolapa
São Sebastião do Paraíso – Minas Gerais - Brasil
37.950-000