



Investidores Institucionais e Suavização de Resultados

Institutional Investors and Income Smoothing

Inversores Institucionales y Income Smoothing

Éverton Galhoti Coelho

<https://orcid.org/0000-0002-4371-9539>

Universidade Federal de Rondônia, Rondônia, Brasil

everton.coelho@unir.br

Romualdo Douglas Colauto

<https://orcid.org/0000-0003-3589-9389>

Universidade Federal do Paraná, Paraná, Brasil

rdcolauto.ufpr@gmail.com

RESUMO

Este estudo examina a influência da concentração de investidores institucionais sobre as chances de suavização de resultados em companhias brasileiras de capital aberto. Foram analisadas 118 companhias listadas na B3 durante o período de 2010 a 2018, totalizando 2.264 observações. O investidor foi considerado institucional quando atua com ativos sob gestão (Assets Under Management - AUM). Para apuração da suavização de resultados foram utilizadas as métricas EM1 e EM2 de Leuz; Nanda e Wysocki (2003) conforme adaptação de Kolozsvari e Macedo (2016). Os resultados respaldados na regressão logística com estrutura de painel denotam que a concentração de investidores institucionais não é um preditor significativo da suavização de resultados. Os achados relevam que a sofisticação financeira vinculada aos investidores institucionais pode não ser suficiente para criar um monitoramento externo de governança corporativa capaz de atenuar as práticas oportunistas dos gestores.

Palavras-Chave: Suavização de Resultados. Investidores Institucionais. Regressão Logística. Governança Corporativa. Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

This study examines the influence of the concentration of institutional investors on the chances of income smoothing in publicly traded Brazilian companies. Altogether, 118 companies listed on B3 were investigated during the period from 2010 to 2018, totaling 2,264 observations. The investor was considered institutional when acting with Assets Under Management. To calculate the income smoothing, the metrics EM1 and EM2 by Leuz, Nanda and Wysocki (2003) were used, as adapted by Kolozsvari and Macedo (2016). The results supported by logistic regression with a panel structure show that the concentration of institutional investors is not a significant

predictor of income smoothing. The findings reveal that the financial sophistication linked to institutional investors may not be sufficient to create an external monitoring of corporate governance capable of mitigating the opportunistic practices of managers.

Keywords: Income Smoothing. Institutional Investors. Logistic Regression. Corporate Governance. Earnings Management.

RESUMEN

Este estudio examina la influencia de la concentración de inversores institucionales sobre las posibilidades de income smoothing en empresas brasileñas que cotizan en bolsa. Se analizaron 118 empresas listadas en B3 durante el período de 2010 a 2018, totalizando 2.264 observaciones. El inversionista se consideró institucional cuando actuaba con Activos Bajo Gestión (Assets Under Management - AUM). Para calcular el income smoothing se utilizaron las métricas EM1 y EM2 de Leuz, Nanda y Wysocki (2003), adaptadas por Kolozsvari y Macedo (2016). Los resultados respaldados por la regresión logística con una estructura de panel muestran que la concentración de inversores institucionales no es un predictor significativo del income smoothing. Los hallazgos revelan que la sofisticación financiera vinculada a los inversores institucionales puede no ser suficiente para crear un monitoreo externo de gobernanza corporativa capaz de atenuar las prácticas oportunistas de los administradores.

Palabras-Clave: Income Smoothing. Inversionistas Institucionales. Regresión Logística. Gobernanza Corporativa. Gestión de Resultados.

1 INTRODUÇÃO

Para esconder desempenhos financeiros ruins ou para atingir metas específicas, os gestores podem fazer escolhas discricionárias para mudar a percepção dos usuários sobre os resultados contábeis. Burgstahler e Dichev (1997); Defond e Park (1997) defendem que o gerenciamento de resultados é uma estratégia para garantir os bônus atrelados aos resultados e evitar demissões em função de desempenho insatisfatório da companhia. No entanto, acredita-se que atos oportunistas não passam despercebidos aos olhos de investidores institucionais, mesmo quando as estratégias de gerenciamento de resultados sejam suavizadas ao longo do tempo.

O *income smoothing* ou suavização de resultados é considerado como comportamento oportunista para minimizar as flutuações dos lucros ou prejuízos contábeis. Deriva de escolhas discricionárias voltadas a controlar a volatilidade do lucro divulgado (Beattie *et al.*, 1994). Na prática, quando o lucro é ruim e a expectativa do lucro é boa, os gestores utilizam uma parcela do lucro futuro esperado para integrar o lucro do período atual. O inverso também é possível, quando o lucro corrente é bom e as expectativas futuras são ruins, os gestores evitam divulgar todo o lucro em um mesmo momento, a lógica é divulgá-lo de forma gradativa ao longo do tempo (Defond; Park, 1997).

No entanto, a ação oportunista do gestor pode ser colocada à prova, quando o conhecimento do investidor for sofisticado o suficiente para permitir uma análise aprofundada dos componentes do lucro. O conceito de investidor sofisticado está relacionado a capacidade que este possui de processar informações disponibilizadas pelas diversas fontes e empregá-la em suas decisões de investimento (Bartov; Radhakrishnan; Krinsky, 2000). Uma *proxy* reconhecida em pesquisas nacionais e internacionais para a sofisticação financeira são os investidores institucionais (Bartov; Radhakrishnan; Krinsky, 2000; Cho; Chung; David *et al.*, 2022; Liu, 2018; Correia; Amaral; Louvet, 2018; González; García-Meca, 2014; Grando, 2019;

Holanda; Rebouças; Coelho, 2013; Hsu; Koh, 2005; Lel, 2019; Lima; Góis; Luca; Ramalingegowda; Utke; Yu, 2020; Sousa, 2018).

A literatura apresenta duas visões sobre o comportamento dos investidores institucionais sobre as práticas de gerenciamento de resultados no contexto da governança corporativa. A primeira fomenta a discussão de que os investidores institucionais são transitórios, ou seja, seus investimentos tendem a ter uma orientação no curto prazo. Sob esse aspecto, os investidores estariam preocupados com os resultados em um breve horizonte, o que por sua vez, provocaria uma pressão maior sobre os gestores para gerar resultados satisfatórios (Bushee, 1998). Nesse contexto, os investidores institucionais estariam menos propensos a gastar tempo e recursos financeiros para monitorar as práticas de gestão voltadas aos resultados contábeis, o que proporcionaria aos gestores uma maior margem para a prática da suavização de resultados.

Na segunda visão, os investidores institucionais são considerados agentes financeiros que, dado seu tamanho, sofisticação financeira e interações próximas com a empresa, possuiriam a capacidade de influenciar as práticas oportunistas de gerenciamento de resultados (Cornett; Marcus; Tehranian, 2008; Kuang, 2022). Para Jensen e Meckling (1976), os investidores institucionais realizam um papel importante de monitoramento nas companhias, de forma a mitigar os problemas de agência e de informação assimétrica.

Esses investidores podem usar seu poder para persuadir a gestão a adotar maneiras mais transparentes de divulgação de resultados ou para melhorar as práticas de governança corporativa. Isso ocorre porque possuem acesso privado à comunicação com os gestores, bem como nas votações em assembleias. Além disso, podem utilizar a ameaça de retirada de sua participação no negócio caso a companhia não esteja alinhada para maximizar o valor de longo prazo da empresa. Os estudos de Bushee (1998) e Koh (2007) relatam que investidores sofisticados, geralmente possuem um horizonte de investimento de longo prazo, exercendo efeitos atenuantes sobre o gerenciamento de resultados, pois estão mais propensos a valorizar a transparência, a boa governança corporativa e a criação de valor a longo prazo, o que, por sua vez, desencoraja as práticas oportunistas de gerenciamento de resultados.

Essas diferentes formas de lançar olhares aos efeitos da suavização de resultados cria uma lacuna a ser investigada na tentativa de compreender como os investidores institucionais interferem na prática do gerenciamento de resultado. Neste sentido, a inquietação deste estudo consiste em entender: qual a influência da concentração de investidores institucionais sobre as chances de suavização de resultados contábeis em companhias brasileiras de capital aberto?

Cabe ressaltar que muitas pesquisas, inclusive no âmbito brasileiro se preocupam com as práticas de gerenciamento de resultado (Correia; Amaral; Louvet, 2018; González; García-Meca, 2014; Silva *et al.*, 2018; Sousa, 2017). Tais estudos defendiam que a participação dos investidores institucionais estava ligada ao menor nível de gerenciamento de resultado, quando da presença de investidores institucionais, pois estes representam uma forma de monitoramento das ações dos gestores. No entanto, as pesquisas acima não conseguiram provar a existência de uma relação significativa.

A influência dos investidores institucionais sobre a restrição do oportunismo gerencial nos relatórios financeiros está longe de ser uniforme, especialmente em mercado de capitais com características específicas, como o Brasil. Pimentel (2015) expõe que o mercado brasileiro se distingue de outras economias por ter alta proporção de ações em posse de poucas investidores, baixa liquidez das ações e elevada volatilidade, impulsionada por movimentos especulativos, bem como forte concentração de investimento em acionistas majoritários. Tais características podem interferir na eficiência do mercado de ação brasileiro e apresentar resultados diferenciados em relação ao cenário internacional.

Além disso, como as companhias abertas brasileiras são marcadas pela forte concentração do direito de propriedade e controle, não se descarta a possibilidade dos investidores institucionais realizarem alianças com controladores, em um efeito denominado “entrenchamento”. Nesse sentido, os investidores institucionais se tornam agentes passivos das decisões gerenciais e permitiriam que as ações gerenciais empreendam em benefícios privados de controle, por vezes às custas dos investidores minoritários (Elyasiani; Jia, 2010).

Devido à falta de consenso nas pesquisas sobre a influência dos investidores institucionais nas práticas oportunistas dos gestores (Correia; Amaral; Louvet, 2018; González; García-Meca, 2014; Gu *et al.* (2022); Holanda; Rebouças; Coelho, 2013) torna-se importante explorar métricas mais sofisticadas para classificação das companhias suavizadoras de resultados, como é o caso do modelo de Kolozsvari e Macedo (2016) que utilizou como base o consagrado estudo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Além disso, a presente pesquisa emprega uma base de dados que contempla informações de investidores que detêm participações menores que 5%, em contraste com as divulgações padrões das companhias nos formulários de referência. Dessa forma, o estudo busca trazer um refinamento melhor no modelo de suavização de resultados e um panorama mais completo da estrutura de propriedade das companhias, possibilitando uma análise mais precisa da influência dos investidores institucionais sobre a suavização de resultado.

2 FUNDAMENTAÇÃO EMPÍRICA

Tomando-se a Teoria da Agência para lente de análise, é possível admitir que o comportamento de suavizar os resultados é motivado frente ao tipo de contrato estabelecido entre agente e principal. Em uma perspectiva oportunista, os resultados da prática do *income smoothing* distorcem o lucro reportado para maximizar o interesse do próprio gestor. Porém é possível que de alguma forma, tal ação traga benefícios ao principal, isto é, maximizar também os interesses próprios acionistas, visto que lucros menos voláteis podem significar que a empresa é menos arriscada como objeto de investimento (Lambert, 1984). Em consonância aos argumentos acima, Healy e Wahlen (1999) alegam que o uso da informação contábil por parte dos analistas e investidores cria motivações para a prática de gerenciamento de resultados com o propósito de influenciar o valor das ações no curto prazo.

Ainda que os gestores se sintam motivados as práticas de gerenciamento de resultados, existe no mercado investidores treinados e com vasta experiência na área de finanças que examinam cautelosamente os dados e relatórios contábeis divulgados pelas companhias, e que por vezes, podem perceber as escolhas contábeis oportunistas feita pelos gestores. A literatura reconhece que quanto maior for a eficiência dos investidores em analisar as informações geradas pelas companhias maiores são seus níveis de sofisticação financeira. Nesse sentido, estudos precedentes utilizaram como proxy de investidor sofisticado o grupo classificado como institucional. Para Shiller e Pound (1989), tais investidores empregam mais tempo em suas análises, quando comparados aos investidores individuais, aliais, o aporte financeiro empregado a estes investidores os permite ter um maior acesso a informações onerosas, ou seja, são investidores melhores informados.

Os investidores institucionais podem deter grandes participações acionárias no capital das companhias e por longos períodos, essa combinação de vultosa aplicação e prolongada permanência faz com o investidor institucional exerça um maior monitoramento da gestão da companhia (Bushee, 2001). Assim, é possível acreditar que companhias que apresentam em seu quadro social investidores sofisticados tendem a mitigar comportamentos oportunistas dos gestores, isto é, o monitoramento externo dos investidores institucionais provoca uma espécie de mecanismo de governança corporativa diante dos conflitos de agência.

Graham; Harvey e Rajgopal (2005) ao entrevistarem cerca de 400 CFO's (Chief Financial Officer) americanos, observaram que 78% já renunciaram valores no longo prazo para suavizar o lucro. A pesquisa também apontou que os gestores preferem suavizar o lucro líquido, pois acreditam que, ao suavizar esse lucro, os investidores perceberiam a companhia menos arriscada, visto que a suavização seria capaz de alterar o risco percebido pelo investidor, sendo assim, o custo de capital e de dívida dessas empresas seriam diminuídos com tal ação.

Por outro lado, os achados da pesquisa de Hsu e Koh (2005) apontaram para uma restrição das práticas de gerenciamento de resultados por parte dos gestores em empresas australianas com investidores institucionais. Na visão de Silva *et. al.* (2018) os componentes do lucro deveriam se tornar mais informativos a medida que as companhias apresentassem em sua estrutura de propriedade investidores institucionais. O entendimento é de que esse tipo de investidor forçaria a administração da companhia a se intensificarem em ações de longo prazo como forma de reduzir seus riscos e melhorar ganhos.

Para Koh (2003); Hsu e Koh (2005) as práticas de gerenciamento de resultados podem ser afetadas pelos investidores institucionais conforme seu nível de participação societária. Baixos níveis de investidores institucionais sinalizam que os investimentos naquelas companhias são considerados de curto prazo, ou transitório, enquanto níveis mais altos de concentração de investidores institucionais representam investimento de longo prazo, ou seja, existe uma forte tendência dos investidores estarem engajados na resolução de conflitos, pois buscarão retornos por um longo período. A lógica é de que a maior concentração de investidores institucionais na estrutura de propriedade das companhias impacta positivamente a governança corporativa, pois força os gestores a pensarem em estratégias de longo prazo, atenuando ou mesmo desencorajando as práticas de gerenciamentos de resultado ligadas a pressões de curto prazo. Evidências empíricas sobre a relação gerenciamento de resultados e investidores institucionais que corroboram com esta visão pode ser encontrado nos trabalhos de Cornett; Marcus e Tehranian (2008); Cho; Chung e Liu (2018); Hsu e Koh (2005); Kuang (2022); Lel (2019).

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

H1: Companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis.

3 METODOLOGIA

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

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

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

trimestres de 2010 a 2018. Para definição do período do estudo levou-se em consideração à adoção das IFRS (*International Financial Reporting Standards*) que para as companhias brasileiras ocorreu em 2010. Ressalta-se ainda, que foi a partir de 2010 as companhias passaram a divulgar de forma obrigatória o demonstrativo de fluxo de caixa, dado necessário para o cálculo da suavização de resultado.

Os dados financeiros e da estrutura de propriedade que compõem as variáveis da pesquisa foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters®. No entanto, não foi possível localizar informações completas para cada companhia ao longo de todos os trimestres, por isso, constitui-se um estudo de painel desbalanceado. Assim, o recorte populacional para definição da amostra partiu de um universo com 312 companhias não financeira listadas na B3. Posteriormente foram excluídas as companhias que não apresentaram dados completos para o cálculo das variáveis, o que por sua vez, resultou em uma amostra final de 118 companhias e 2.264 observações, perfazendo o total de 33 trimestres.

3.2 VARIÁVEL INDEPENDENTE: INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

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

A forma de capturar o investidor institucional ocorre por meio da variável “INST” que corresponde a razão da participação de ações ordinárias que os investidores institucionais detêm sobre as ações ordinárias da companhia. Trata-se de uma variável com valor de 0 a 1, sendo 0 a inexistência de participação desse tipo de investidor na companhia e 1 onde totalidade de ações ordinárias estão em posse destes investidores.

3.3 VARIÁVEL DEPENDENTE: SUAVIZAÇÃO DE RESULTADOS

A construção da variável dependente dicotômica de suavização de resultados “SUAV” foi criada combinando os resultados das métricas EM1 e EM2 adaptadas de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) por Kolozsvari e Macedo (2016). Uma companhia é classificada como suavizadora de resultados contábeis apenas se em ambas as métricas houver a indicação de suavização.

A métrica EM1 (equação 1) tem o propósito de capturar a suavização de resultados por meio de ajustes contábeis. A métrica avalia, a diferença entre o Lucro Operacional (LO) e o Fluxo de Caixa Operacional Quanto menor o valor encontrado pela métrica, maiores são os níveis de suavização.

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

O resultado de EM1 é obtida pela razão do desvio-padrão do Lucro Operacional (LO), também chamado de EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) e pelo desvio-padrão do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), ambos divididos pelo Ativo Total do período anterior (A_{t-1}). Os dados foram coletados de forma direta pelos demonstrativos contábeis divulgados trimestralmente pelas companhias.

Para classificar a companhia como suavizadora de resultados com base na métrica EM1, são aplicados dois critérios de operacionalização proposto por Kolozsvari e Macedo (2016): (i) a razão do desvio padrão do lucro operacional para o desvio padrão do fluxo de caixa operacional deve ser menor que 1; e (ii) a metade do valor p do teste F deve ser inferior a 0,05,

indicando uma significância estatística das diferenças entre as variações do lucro operacional e fluxo de caixa operacional

A métrica EM2 (equação 2) de suavização de resultados é identificada por meio da correlação de *Spearman* (r_s) entre as variações dos *Accruals* Totais (AT) e do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), ambos normalizados pelo Ativo Total do período anterior (A_{t-1})

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

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

Assim, ao concluir os cálculos das métricas EM1 e EM2 foi possível atribuir uma variável binária “SUAV” para as companhias em que as duas métricas apontem a presença de suavização de resultados.

3.4 VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle submetidas aos procedimentos econométricos foram definidas considerando pesquisas empíricas já realizadas (Baik, Choi; Farber, 2020; David *et al.*, 2022; Hamm; Jung; Lee, 2018). Realizou-se o controle de intervenientes nas práticas de suavização de resultados das companhias, por meio da inclusão das variáveis abaixo nos modelos de regressão.

No Quadro 1, estão identificadas as variáveis, formas de cálculo e as referências de tais métricas como forma de isolar a influência que outras variáveis independentes poderiam exercer sobre a variável dependente. Os dados foram coletados da base de dados Thomson Reuters Eikon®.

Quadro 1 - Definição das variáveis de controle

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

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

3.5 PROCEDIMENTOS PARA ANÁLISE INFERENCIAL

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

A cerca das características dos dados desta pesquisa, a técnica mais adequada para análise dos dados foi a regressão logística multivariada com dados em painel. Na visão de Martinez e Castro (2011), a regressão logística aplicada aos estudos que envolvem *income smoothing* fornece uma base mais robusta para os resultados obtidos. A regressão logística é empregada para descrever o comportamento entre uma variável dependente binária (dicotômica) e variáveis independentes que podem ser contínua ou categórica. Tem-se, portanto a seguinte Equação:

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

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

β_0 Intercepto da equação;

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ε_{it} erro do modelo proposto

A especificação do tipo de painel utilizado nessa pesquisa se deteve aos modelos Logit Pooled e Logit Efeitos Aleatórios, não sendo levado em consideração o painel com Efeitos Fixos. Isto porque, segundo Baltagi (2008) o modelo de regressão logística com especificação de efeitos fixos exige que a variável dependente apresente variabilidade ao longo do tempo, algo que não ocorre nesta pesquisa, uma vez que a métrica utilizada para classificar as companhias como suavizadoras ou não suavizadora de resultados “SUAV” não se altera no decorrer de cada trimestre da amostra, ou seja, uma vez definida como suavizadora de resultados essa condição é imutável no decorrer do estudo. O teste de Likelihood ratio test of rho (LR) foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra o pooled, sob a hipótese nula de que o rho é igual a zero, caso a haja sua rejeição reforça a aplicação da regressão com efeitos aleatórios.

As estimações estatísticas empregadas na pesquisa incluíram a análise geral das características das companhias da amostra, utilizando as estatísticas descritivas como média, mediana, desvio padrão e frequência. Além disso, foi realizado o Teste U de Mann-Whitney para verificação de diferença entre grupos das companhias suavizadoras de resultado. Na estimação do modelo estatístico, foi empregado o método de regressão logística multivariada, com consideração do método hierárquico de entrada em blocos para analisar os preditores com maior importância, avaliado pela estatística Omnibus.

Para validação das regressões nos aspectos de multicolinearidade, coeficiente de determinação, desempenho da predição e teste de Painel, utilizou-se o teste de variance inflation

factors (VIF), McFadden's R2, Sensibilidade, Especificidade, Curva ROC e Teste Likelihood ratio (Akinwande, Dikko, & Samson, 2015; Baltagi, 2008; Fávero & Belfiore, 2017; Field, 2009; Gujarati & Porter, 2011; Hair *et al.*, 2009).

O método utilizado para tratar os *outliers* foi a winsorização, a 1% no topo e na base de cada variável (ALWATHNANI; DUBOFSKY; AL-ZOUBI, 2017; CHIACHIO; MARTINEZ, 2019; CHO; CHUNG; LIU, 2018; GAO; ZHANG, 2015; LORENCINI; COSTA, 2012). As análises empíricas do estudo foram realizadas com recurso ao software de estatística SPSS 22 e STATA 13. Sendo considerado um nível de significância máximo de 5% em todos os testes de hipóteses.

4 RESULTADOS E ANÁLISES

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

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

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

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

Nota-se que mais da metade das companhias analisadas neste estudo foram classificadas como suavizadoras de resultados. Ao analisar de forma individual as métricas, constata-se que 67 companhias totalizando 1.361 observações suavizaram s resultados por meio de ajustes contábeis (EM1). A métrica EM2, por sua vez, denota ser uma operação com mais casos de suavização de resultados quando comparados com EM1. Cento e dez companhias (93%) da amostra foram classificadas como suavizadoras de resultados, possivelmente utilizando-se da discricionariedade dos procedimentos contábeis para disfarçar impactos nos fluxos de caixa operacional.

Uma das explicações para a grande incidência de companhias estarem enquadradas com suavizadoras de resultados por EM2 é fato de que naturalmente existe uma correlação negativa entre os *accruals* totais e o fluxo de caixa, e por tanto, apenas uma alta correlação negativa

indicaria a suavização de resultado. Destaca-se que para as ambas as métricas (EM1 e EM2) o teste de Mann-Whitney apontou para diferenças significativas entre as médias dos grupos suaviza” e “não suaviza”.

Ao combinar EM1 e EM2 buscou-se criar uma variável mais robusta (SUAV), uma vez que uma métrica complementa a outra. Em ambas as situações, a intenção é capturar a possibilidade dos gestores utilizarem *accruals* contábeis de forma a reduzir a variabilidade do lucro para disfarçar o baixo desempenho econômico da empresa. Ademais, ao mesclar as duas métricas, Kolozsvari e Macedo (2016) apontam ser possível atenuar os efeitos menos conservadores da métrica EM2. O resultado contido na Tabela 1, demonstram que 64 companhias, correspondendo a 1.329 observações, se enquadraram nessas condições, enquanto 54 companhias não apresentam características suficientes para o enquadramento no grupo de suavização de resultados contábeis.

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

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

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

Fonte: Elaborado pelos autores (2022).

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

O principal previsor deste estudo são os investidores institucionais, mais precisamente, verificou-se a concentração de participação acionária que este grupo de investidores possui nas ações ordinárias da companhia. Na Tabela 2, identifica-se que, em média, os investidores institucionais representam aproximadamente 31,7% da estrutura de propriedade das companhias. A amostra contempla companhias com praticamente nenhuma participação de investidores institucionais, bem como outras com mais 80%. Também foi apurado que o desvio padrão da variável INST foi de 0,2241. Isto quer dizer que, em média, as companhias apresentaram uma concentração de investidores institucionais na faixa de 12 a 54 pontos percentuais.

A pesquisa de Lel (2019) analisou 39.708 companhias não-financeiras em 76 países durante o período de 1999 a 2012 e constatou que a participação acionária dos investidores institucionais não é superior a 10%. Mais especificamente, Sousa (2017) realizou um estudo sobre os investidores institucionais nas Bolsas de Valores da Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Holanda, Itália, Reino Unido e Suíça no período 2004-2013. Os resultados mostraram que a participação societária de investidores institucionais foi de 28% no Brasil, ficando atrás apenas do Reino Unido (59%), Estados Unidos (57%) e Holanda (36%). Cabe reconhecer que a concentração de investidores institucionais apontada pela Tabela 2 se aproxima aos dados reportados por Sousa (2017), e mais uma vez, reforça a importância e representatividade que este grupo de investidores possui no mercado de capitais brasileiro.

4.1 ANÁLISE INFERENCIAL

Para testar a hipótese do estudo foram empregadas análises multivariadas. Defende-se que as companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de

investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis. O modelo de regressão logística multivariada considerou o método hierárquico (entrada em blocos) de forma a verificar quais previsores são mais importantes para a qualidade do modelo.

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

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

Para fins de simplificação, os resultados descritivos das estatísticas anteriormente citadas foram suprimidos, sendo apontada apenas a versão final da regressão. A primeira coluna (Modelo 1) da Tabela 3, expressa a regressão logística em *pooled*, enquanto a segunda coluna (Modelo 2) estima a regressão por meio de painel com efeitos aleatórios.

Tabela 3 - Resultados das regressões logísticas *pooled* e painel com efeitos aleatórios

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

Variáveis Explicativas	Modelo1	Modelo 2
Area under ROC curve	0,7765	-
Likelihood ratio test of rho=0		2335,74***

Fonte: Elaborado pelos autores (2022)

Nota: INST - concentração de investidores institucionais; LNAT - Logaritmo dos ativos totais; ROA - Retorno sobre os ativos totais; ALAV - grau de alavancagem financeira; ZALT - nível de dificuldade financeira; MTB - índice *market to book*; IDA - idade da companhia; Os dados não apresentaram multicolinearidade: VIF<5 (Akinwande; Dikko; Samson, 2015); Os pressupostos de normalidade e heterocedasticidade foram desconsiderados tendo em vista as características do modelo logístico de regressão (Hair *et al.*, 2009) ***, ** e * indica significância de 1%, 5% e 10%.

O *Likelihood ratio test of rho* (LR) foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra a *pooled*, sob a hipótese nula de que o *rho* é igual a zero, tendo sido rejeitada (p -valor < 0,000), tal resultado indica que os efeitos aleatórios se diferem significativamente do estimador *pooled*, sendo a estimação de efeitos aleatórios uma opção indicada para análise. Ao observar os coeficientes estatísticos proporcionados pela regressão logística com dados em painel, percebe-se que dentre todos os previsores analisados, apenas LNAT apresentou resultado estatisticamente significativo.

A relação negativa entre a suavização e resultados e o tamanho da companhia (LNAT) foi consistente, tanto na regressão *pooled* quanto no painel de efeitos aleatórios, corroborando aos achados de Baik *et al.* 2020 e Martinez e Castro (2011). Os resultados evidenciam que quanto menor a companhia, maiores são as chances de suavização de resultados. Para Martinez e Castro (2011) uma explicação plausível é que companhias menores enfrentam riscos mais elevados do que as grandes, por isso buscam reduzir a variabilidade dos lucros para mitigar os riscos associados ao tamanho.

No que se refere ao parâmetro de interesse para análise da hipótese da pesquisa, o resultado do estimador da variável concentração de investidores institucionais “INST”, não foi significativo na regressão em painel com efeitos aleatórios. Dessa forma, a relação entre a concentração de investidor institucional nas chances da companhia suavizar resultados não é conclusiva. Por isso, os resultados dessa pesquisa não sustentam a hipótese de que companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade uma maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis.

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

Os resultados desta pesquisa também colocam em discussão o papel do investidor institucional no fortalecimento da governança corporativa, já que este tipo de investidor poderia exercer influência como um mecanismo de governança corporativa externa sobre as ações da gestão da companhia, bem como atenuar os conflitos de agência existentes por meio do maior monitoramento (Cornett; Marcus; Tehranian, 2008; Cho; Chung; Liu, 2018; Elyasiani; Jia, 2010; Grando, 2019; Hsu; Koh, 2005; Kuang, 2022; Lel, 2019; Mccahery; Sautner; Starks, 2016). Novamente, essa linha de pensamento parece não se aplicar no mercado brasileiro, o que por sua vez, levanta questionamentos sobre a ideia de considerar os investidores institucionais uma *proxy* de governança corporativa externa.

Também se faz necessário levar em consideração a relação de como a suavização de resultados é percebida pelo mercado. É possível acreditar que os investidores institucionais não percebam a suavização de resultados como algo negativo, pelo contrário, lucros menos voláteis

podem chamar mais atenção desse tipo de investidor. De acordo com Burgstahler e Dichev (1997); Dechow; Hutton; Kim; Sloan (2012); Defond e Park (1997) um dos principais objetivos de suavizar resultados contábeis é transmitir ao mercado a impressão de uma companhia menos arriscada e com maior estabilidade financeira, por isso, vale admitir que a estratégia de suavizar lucros está sendo bem aceita pelos investidores, particularmente pelos investidores institucionais. Uma explicação para essa atitude se dá pela orientação do investimento, isto é, o investidor institucional pode estar preocupado com seu investimento no curto prazo (Bushee, 1998). Dessa forma, o investidor institucional estaria almejando por bons resultados num breve período, em função disso, os gestores poderiam utilizar a suavização de resultados para atingir a expectativa deste investidor.

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

5 CONCLUSÃO

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

Ao levar em consideração as dimensões individuais e temporais das observações da amostra por meio da regressão logística com efeitos aleatórios, verificou-se que a concentração de investidores institucionais não exerce influência sobre a suavização de resultados. Desse modo, a hipótese de pesquisa de que companhias que apresentam em sua estrutura de propriedade maior concentração de investidores institucionais possuem menores chances de suavizar resultados contábeis não foi confirmada. A falta de comprovação da relevância dos investidores institucionais como agente atenuante do oportunismo gerencial sugere uma certa indiferença por parte deste grupo de investidores em relação as práticas de suavização de resultados contábeis, o que por sua vez, corrobora aos achados de Correia; Amaral e Louvet (2018); González e García-Meca (2014); Gu *et al.* (2022); Holanda; Rebouças e Coelho (2013) e Silva *et al.* (2018)

Pautada na falta de influência dos investidores institucionais nas práticas de suavização de resultados, dois principais desdobramentos podem se revelar nesse estudo. O primeiro, se relaciona a ineficácia desse grupo de investidores em capturar as práticas de gerenciamento de

resultados, no que tange à suavização de resultados. Para reduzir a volatilidade dos resultados financeiros da companhia, os gestores oportunisticamente realizam ajustes contábeis com o uso de *accruals* discricionários de forma apresentar uma imagem mais estável e consistente da empresa. Esses procedimentos são realizados ao longo de vários anos e demonstra que mais cinquenta por cento das empresas brasileiras pesquisadas nesse estudo utilizam desse artifício. Porém, a sofisticação dos investidores institucionais parece não estar afinadas o suficiente para capturar essa prática gerencial, o que por sua vez levanta questionamentos sobre a eficácia acerca dos mecanismos de monitoramento exercidos pelos investidores institucionais no contexto brasileiro. Contudo, a dificuldade em avaliar com precisão o desempenho financeiro da companhia não é algo visto apenas nesse estudo. De acordo com Dichev *et al.* (2013), mais da metade dos executivos entrevistados acreditam que o *income smoothing* é algo complexo de ser identificado pelo mercado.

O segundo desdobramento se volta para o consentimento dos investidores institucionais em torno das práticas de suavização de resultados. A decisão oportunista dos gestores em reconhecer receitas e despesas em momentos específicos para suavizar os lucros ao longo do tempo pode ter um efeito positivo na avaliação do mercado (Iñiguez; Poveda, 2004). Nesse sentido, uma visão de investimento no curto prazo pode estar sendo utilizada pelos investidores institucionais (Bushee, 1998). Assim, quando a companhia apresenta lucros mais uniformes e previsíveis, transmite a mensagem de menos arriscada e mais estável, o que parecer ser um ponto de valorização para este grupo de investidores. Uma vez, que podem estar mais preocupados a previsibilidade dos resultados da companhia do que com possíveis distorções sobre a realidade dos resultados financeiros. Além disso, não se pode descartar a possibilidade de investidores institucionais estarem agindo de forma passiva as decisões dos gestores. Para Elyasiani e Jia (2010) alguns investidores institucionais trabalham de forma cooperativa com a administração com o intuito em expropriar os pequenos acionistas dispersos.

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

REFERÊNCIAS

- AKINWANDE, M. O.; DIKKO, H. G.; SAMSON, A. Variance inflation factor: as a condition for the inclusion of suppressor variable (s) in regression analysis. **Open Journal of Statistics**, 5, n. 07, p. 754, 2015.
- ALTMAN, E. I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**, 23, n. 4, p. 589-609, 1968.
- ALWATHNANI, A. M.; DUBOFSKY, D. A.; AL-ZOUBI, H. A. Under-or-overreaction: Market responses to announcements of earnings surprises. **International Review of Financial Analysis**, 52, n. 2017, p. 160-171, 2017.
- BAIK, Bok; CHOI, Sunhwa; FARBER, David B. Managerial ability and income smoothing. **The Accounting Review**, v. 95, n. 4, p. 1-22, 2020.
- BALTAGI, B. **Econometric analysis of panel data**. 4 ed. John Wiley & Sons, 2008.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

- BARTOV, E.; RADHAKRISHNAN, S.; KRINSKY, I. Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. **The Accounting Review**, 75, n. 1, p. 43-63, 2000.
- BEATTIE, V.; BROWN, S.; EWERS, D.; JOHN, B.; MANSON, S.; THOMAS D.; TURNER, M. Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. **Journal of Business Finance & Accounting**, 21, n. 6, p. 791-811, 1994.
- BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, 20, p. 89-108, 2014.
- BRADSHAW, M. T.; DRAKE, M. S.; MYERS, J. N.; MYERS, L. A. A re-examination of analysts' superiority over time-series forecasts of annual earnings. **Review of Accounting Studies**, 17, n. 4, p. 944-968, 2012.
- BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, 24, n. 1, p. 99-126, 1997.
- BUSHEE, B. J. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. **Accounting review**, 73, n. 3, p. 305-333, 1998.
- BUSHEE, B. J. Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?. **Contemporary Accounting Research**, 18, n. 2, p. 207-246, 2001.
- CABRAL, M. **O retorno à cena dos investidores minoritários ativistas**. Revista Época Negócios, <https://epocanegocios.globo.com/>, 2018. Disponível em: <http://twixar.me/4f0m>. Acesso em: 18 de Maio.
- CHIACHIO, V. F. d. O.; MARTINEZ, A. L. Efeitos do Modelo de Fleuriet e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. **Revista de Administração Contemporânea**, 23, n. 2, p. 160-181, 2019.
- CHO, S. J.; CHUNG, C. Y.; LIU, C. Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. **International Review of Finance**, 2018.
- CHO, S. J.; CHUNG, C. Y.; LIU, C. Does Institutional Blockholder Short-Termism Lead to Managerial Myopia? Evidence from Income Smoothing. **International Review of Finance**, 19, n. 3, p. 693-703, 2019.
- COELHO, E. G.; BARROS, C. M. E.; SCHERER, L. M.; COLAUTO, R. D. Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. **Enfoque: Reflexão Contábil**, 36, n. 2, p. 95-113, 2017.
- CORNETT, Marcia Millon; MARCUS, Alan J.; TEHRANIAN, Hassan. Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. **Journal of financial economics**, v. 87, n. 2, p. 357-373, 2008.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na bm&fbovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, 28, n. 2, p. 1-29, 2018.
- DAVID, P.; DURU, A.; LOBO, G. J.; MAHARJAN, J.; ZHAO, Y. Threat of Exit by Non-Blockholders and Income Smoothing: Evidence from Foreign Institutional Investors in Japan. **Contemporary Accounting Research**, v. 39, n. 2, p. 1358-1388, 2022.

- DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. Detecting Earnings Management: A New Approach. **Journal of Accounting Research**, 50, n. 2, p. 275-334, 2012.
- DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Smoothing income in anticipation of future earnings. **Journal of Accounting and Economics**, 23, n. 2, p. 115-139, 1997.
- DICHEV, I. D.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. Earnings quality: Evidence from the field. **Journal of Accounting and Economics**, 56, n. 2, Supplement 1, p. 1-33, 2013.
- DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.
- ELYASIANI, E.; JIA, J. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. **Journal of Banking & Finance**, 34, n. 3, p. 606-620, 2010.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- GAO, L.; ZHANG, J. H. Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. **Journal of Corporate Finance**, 32, p. 108-127, 2015.
- GONZÁLEZ, J. S.; GARCÍA-MECA, E. Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? **Journal of Business Ethics**, 121, n. 3, p. 419-440, 2014.
- RAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, 40, n. 1, p. 3-73, 2005.
- GRANDO, T. **Blockholders e a criação de valor das empresas brasileiras de capital aberto**. 2019. 138 f. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, UNISINOS, São Leopoldo.
- GU, X.; Zhe, A.; Chen, C.; Li, D. Do foreign institutional investors monitor opportunistic managerial behaviour? Evidence from real earnings management. **Accounting & Finance**, v. 63, n. 1, p. 317-351, 2023.
- HAIR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E. *et al.* **Análise multivariada de dados**. 6 ed. Porto Alegre: Bookman 2009.
- HAMM, Sophia JW; JUNG, Boochun; LEE, Woo-Jong. Labor unions and income smoothing. **Contemporary Accounting Research**, v. 35, n. 3, p. 1201-1228, 2018.
- HEALY, P.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- HOLANDA, A. P.; REBOUÇAS, S. M. D. P.; COELHO, A. C. D. Gerenciamento de resultados e presença de investidores institucionais nas firmas brasileiras. **Contexto**, 13, n. 25, 2013.
- HOWE, J. S.; HOUSTON, R. Earnings management, earnings surprises, and distressed firms. **Accounting and Finance Research**, 5, n. 1, p. 64-87, 2016.
- HSU, G. C. M.; KOH, P.-S. Does the Presence of Institutional Investors Influence *Accruals* Management? Evidence from Australia. **Corporate Governance: An International Review**, 13, n. 6, p. 809-823, 2005.

- KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Impacto da convergencia contabil internacional na suavizacao de resultados em empresas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, 12, n. 2, p. 1, 2015.
- KOH, P.-S. On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. **The British Accounting Review**, 35, n. 2, p. 105-128, 2003.
- KOLOZSVARI, A. C.; MACEDO, M. A. d. S. Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, 27, n. 72, p. 306-319, 2016.
- KUANG, Wenjun. Real earnings smoothing and crash risk: Evidence from Japan. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 33, n. 1, p. 154-187, 2022.
- LAMBERT, R. A. Income smoothing as rational equilibrium behavior. **Accounting Review**, 59, n. 4, p. 604-618, 1984.
- LEL, U. The role of foreign institutional investors in restraining earnings management activities across countries. **Journal of International Business Studies**, 50, n. 6, p. 895-922, 2019.
- LENTO, C.; COTTER, J.; TUTTICCI, I. Does the market price the nature and extent of earnings management for firms that beat their earnings benchmark? **Australian Journal of Management**, 41, n. 4, p. 633-655, 2016.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, 69, n. 3, p. 505-527, 2003.
- LI, K.; LOCKWOOD, J.; MIAO, H. Risk-shifting, equity risk, and the distress puzzle. **Journal of Corporate Finance**, 44, p. 275-288, 2017.
- LIMA, A. S. d.; CARVALHO, E. V. A. d.; PAULO, E.; GIRÃO, L. F. d. A. P. Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, 19, n. 3, p. 398-418, 2015.
- LIMA, G. A. S. F. d.; GÓIS, A. D.; LUCA, M. M. M.; SOUSA, E. P. Effect of institutional investor participation on price lead earnings and earnings quality: international evidence. **Journal of International Accounting Research**, 17, n. 1, p. 103-119, 2018.
- LORENCINI, F. D.; COSTA, F. M. d. Escolhas contábeis no Brasil: identificação das características das companhias que optaram pela manutenção versus baixa dos saldos do ativo diferido. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, 23, n. 58, p. 52-64, 2012.
- MARTINEZ, Antonio Lopo; CASTRO, Miguel Angel Rivera. The smoothing hypothesis, stock returns and risk in Brazil. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 8, p. 1-20, 2011.
- MARTINS, V. G.; MONTE, P. A.; MACHADO, M. A. V. Análise das Hipóteses de Risco e Mispricing dos *Accruals*: evidências do Brasil. **RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, 21, n. 1, p. 169-186, 2019.
- MCCAHERY, J. A.; SAUTNER, Z.; STARKS, L. T. Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors. **The Journal of Finance**, 71, n. 6, p. 2905-2932, 2016.
- PIMENTEL, R. C. Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, 26, n. 69, p. 290-303, 2015.

POTIN, S. A.; BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A. Hedge Accounting no Mercado Acionário Brasileiro: Efeitos na Qualidade da Informação Contábil, Disclosure e Assimetria de Informação. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, 27, n. 71, p. 202-2016, 2016.

RAMALINGEGOWDA, Santhosh; UTKE, Steven; YU, Yong. Common institutional ownership and earnings management. **Contemporary Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 208-241, 2021.

RIBEIRO, F.; COLAUTO, D. R. A relação entre board interlocking e as práticas de suavização de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, 27, n. 70, p. 55-66, 2016.

RODRIGUES, R. M. R. C.; MELO, C. L. L.; PAULO, E. Gerenciamento de Resultados e Nível dos *Accruals* Discricionários Trimestrais no Mercado Acionário Brasileiro. **BBR. Brazilian Business Review**, 16, n. 3, p. 297-314, 2019.

ROSNER, R. L. Earnings Manipulation in Failing Firms. **Contemporary Accounting Research**, 20, n. 2, p. 361-408, 2003.

SHAHWAN, T. M. The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, 15, n. 5, p. 641-662, 2015.

SHILLER, R. J.; POUND, J. Survey evidence on diffusion of interest and information among investors. **Journal of Economic Behavior & Organization**, 12, n. 1, p. 47-66, 1989.

SILVA, J. P. d.; GONÇALVES, R. D. S.; BONFIM, M. P.; NIYAMA, J. K. Qualidade do lucro versus governança corporativa: uma análise das companhias de utilidade pública listadas na B3. **Contabilidade Vista & Revista**, 29, n. 1, p. 48-76, 2018.

SOUSA, E. P. d. Evidências internacionais dos efeitos da atuação de investidores institucionais na anomalia dos *accruals*. In: XVII International Conference in Accounting, 2017, São Paulo/SP. p. 1-16.

Agradecimentos:

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001.