

Influência do gerenciamento de resultados e da governança corporativa no custo de capital de terceiros

Influence of earnings management and corporate governance on the cost of third-party capital

Influencia de la gestión de ganancias y el gobierno corporativo en el costo de capital de terceros

Lucas Antônio Vargas*

Mestrando em Ciências Contábeis (UNOCHAPECÓ)
Professor do Curso de Ciências Contábeis na Faculdade
Concórdia (FACC), Concórdia/SC, Brasil
lucas.antonio.vargas@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-8264-4373> 

Cristian Baú Dal Magro

Doutor em Ciências Contábeis e Administração (FURB)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e
Administração (UNOCHAPECÓ), Chapecó/SC, Brasil
crisbau@unochapeco.edu.br
<https://orcid.org/0000-0002-7609-5806> 

Sady Mazzioni

Doutor em Ciências Contábeis e Administração (FURB)
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e
Administração (UNOCHAPECÓ), Chapecó/SC, Brasil
sady@unochapeco.edu.br
<https://orcid.org/0000-0002-8976-6699> 

Endereço do contato principal para correspondência*

Travessa Irã, nº 211, Bairro Nações, CEP: 89708-162, Concórdia/SC, Brasil

Resumo

O objetivo do estudo é verificar o efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros das companhias abertas listadas na [B]³, no período de 2012 a 2017. Inicialmente foram feitas análises descritivas e posteriormente utilizou-se a técnica de dados em painel. Os resultados revelam que as empresas com maior nível de governança corporativa conseguem captar capital de terceiros a um custo menor, contudo, estas mesmas empresas quando associadas ao uso de práticas de gerenciamento de resultados tornam o custo de capital de terceiros mais elevado. De modo geral, as evidências desta pesquisa contribuem para o preenchimento de uma importante lacuna existente na literatura nacional, ao verificar que as empresas que utilizam práticas de gerenciamento de resultados anulam o provável efeito favorável da governança corporativa na redução do custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Custos de Agência; Investimentos; Qualidade da informação; *Stakeholders*

Abstract

The objective of the study is to verify the moderating effect of earnings management on the relationship between corporate governance and the cost of third-party capital of publicly-held companies listed in [B]³, in the period from 2012 to 2017. Initially descriptive analyses were made and later the panel data technique was used. The results reveal that companies with a higher level of corporate governance are able to raise capital from third parties at a lower cost, however, these same companies when associated with the use of earnings management practices make the cost of capital from third parties higher. In general, the evidences from this research contribute to fill an important gap in the national literature, by verifying that companies that use earnings management practices annul the likely favorable effect of corporate governance in reducing the cost of third-party capital.

Keywords: Agency costs; Investments; Quality of the information; *Stakeholders*

Resumen

El objetivo del estudio es verificar el efecto moderador de la gestión de ganancias en la relación entre el gobierno corporativo y el costo de capital de terceros de las empresas públicas que figuran en [B] 3, en el período de 2012 a 2017. Inicialmente, se realizaron análisis descriptivos y luego se utilizaron Se utiliza la

técnica de datos del panel. Los resultados revelan que las empresas con un mayor nivel de gobierno corporativo pueden recaudar capital de terceros a un costo menor, sin embargo, estas mismas empresas cuando se asocian con el uso de prácticas de gestión de ganancias hacen que el costo de capital para terceros sea mayor. En general, la evidencia de esta investigación contribuye a llenar un vacío importante en la literatura nacional, cuando descubre que las empresas que utilizan prácticas de gestión de ganancias cancelan el probable efecto favorable del gobierno corporativo en la reducción del costo de capital para terceros.

Palabras clave: Gastos de agencia; Inversiones; Calidad de la información; Partes interesadas

1 Introdução

A contabilidade torna-se responsável por evidenciar, aos seus diversos usuários, informações transparentes e de qualidade que geram credibilidade para a tomada de decisão, contribuindo para aumentar a compreensão sobre a efetiva posição financeira das companhias (Beatty & Liao, 2014). Informações contábeis de qualidade podem contribuir na redução da assimetria informacional entre os agentes (administradores), os principais (acionistas) e demais interessados (Kim, Miller, Wan, & Wang, 2016).

As relações entre agente-principal são caracterizadas por meio de contratos estabelecidos por ambas as partes. Dada a dificuldade em se estabelecer regras de uma relação contratual sem que haja assimetria de informação e divergência de interesses, surge o comportamento discricionário do administrador (Nardi, Silva, Nakao, & Valle, 2009).

Esse comportamento pode ocorrer no momento da definição das políticas contábeis, quando o gestor interfere na divulgação da informação contábil, visando mostrar um resultado que esteja de acordo com seus próprios interesses. A prática de modificar os resultados é conhecida como gerenciamento de resultados (GR), que possibilita ao administrador alterar os resultados para obtenção de benefícios próprios que, por vezes, divergem dos interesses do principal (Martins & Lopes, 2005; Nardi et al., 2009).

Contudo, a assimetria informacional ocasionada pelo comportamento oportunista do gestor em gerenciar resultados, pode ser mitigada com a implementação de práticas de governança corporativa, que elevarão a qualidade informacional, acarretando redução no custo de capital de terceiros (Sengupta, 1998).

O comportamento oportunista do gestor em gerenciar resultados pode indicar ao mercado a necessidade de elevar os riscos na liberação de crédito, haja vista o conflito de interesses decorrentes da relação agente-principal. O uso de boas práticas de governança corporativa reduz os problemas de agência, oportunizando a contratação de capital de terceiros a menores custos (Ghouma, Ben-Nasr, & Yan, 2018).

O GR contribui na discussão da Teoria da Agência, à medida que os interesses dos agentes se confundem com os interesses do principal, ao passo que os agentes podem agir de forma oportunista, originando os conflitos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Nardi & Nakao, 2009). Por consequência, o GR acentua a assimetria informacional e diminui a qualidade dos relatórios financeiros das companhias. Nesse sentido, o sistema financeiro legal do país é afetado, uma vez que os credores não conseguem monitorar as decisões contábeis da empresa e ficam mais sensíveis às práticas pouco transparentes, o que eleva o retorno exigido pelo capital investido. Em países com ambientes institucionais fortes, as atividades do GR são menos toleradas pelo mercado financeiro (Francis, Khurana, & Pereira, 2005; Nardi et al., 2009; Miko & Kamardin, 2015; An, Li, & Yu, 2016; Kim, Lee, & Yoo, 2018).

A prática de GR pode proporcionar benefícios às companhias, aumentando os indicadores de rentabilidade e lucratividade no curto prazo, mas, sacrificando o desempenho no longo prazo (Martinez, 2001). Conforme abordam Graham, Harvey e Rajgopal (2004), os diretores financeiros (*Chief Financial Officer* - CFO) gerenciam as informações divulgadas nos relatórios financeiros para obter resultado satisfatório no curto prazo, com a finalidade de: construir credibilidade no mercado de capitais; aumentar o preço das ações; e melhorar a reputação externa da equipe de gestão. A falha em atingir esses objetivos traz incertezas sobre as perspectivas da empresa no mercado e aumenta os problemas ocultos, o que não é bem visto pelas instituições de crédito e contribui no aumento do custo de capital contratado.

Desta forma, a literatura apresenta várias motivações às práticas de gerenciamento dos resultados das companhias, como abordam Jensen e Meckling (1976), Teoh, Welch e Wong (1998), Rangan (1998), Healy e Wahlen (1999), Fields, Lys e Vincent (2001), Kim e Sohn (2013), Martinez (2013),

Ge e Kim (2014). Empresas que apresentam dificuldades financeiras estão propensas a falência, o que impulsiona os gestores a envolver-se em atividades que reduzam a possibilidade de ser demitido, gerenciando resultados para mascarar a realidade vivenciada pela empresa, em favorecimento próprio ou do principal.

As instituições financeiras percebem aumento no risco de crédito quando a qualidade das informações contábeis foi prejudicada pela prática de GR. Para melhorar a relação risco x retorno associada ao crédito, aumentam as taxas de juros para compensar o risco (Nardi & Nakao, 2009). Como exemplos de pesquisas internacionais que verificaram o impacto da prática de gerenciamento de resultados no custo de capital de terceiros tem-se Francis et al. (2005), Graham et al. (2004), Chun e Cha (2012), Ge e Kim (2014), An et al. (2016) Anagnostopoulou e Tsekrekos (2017), Kim et al. (2018). Em geral, os estudos identificaram que o gerenciamento de resultados influencia no aumento do custo do capital de terceiros.

No Brasil, os estudos de Nardi et al. (2009), Barros, Menezes, Colauto e Teodoro, (2014), Moura, Macêdo, Mazzioni e Kruger (2016) relacionaram a prática de gerenciamento de resultados com o custo de capital de terceiros. Os resultados evidenciam associação positiva entre gerenciamento de resultado e o custo de capital de terceiros nas companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão – [B]³, ou seja, as companhias que aderem as práticas de GR têm aumento nas taxas de juros aplicadas ao crédito financeiro.

Nesta discussão, emerge a governança corporativa que contribui para reduzir os custos de agência e minimizar o conflito entre agente-principal (Jensen & Meckling, 1976). As práticas mais robustas de governança corporativa (GC) contribuem para informações contábeis de melhor qualidade e fazem com que as instituições de crédito tenham maior credibilidade com a organização no momento da oferta dos recursos financeiros (Silveira, 2015). Conforme ressaltam Piccoli, Souza e Silva (2014), companhias abertas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa aumentam a transparência das informações para os acionistas, porém, isso não impede o comportamento oportunista do gestor.

A GC pode ajudar na redução do custo de capital de terceiros com informações contábeis de maior qualidade. Contudo, as práticas de GR prejudicam a qualidade da informação e aumentam os custos de captação de recursos. Nesse contexto, nas empresas com robustos mecanismos de governança corporativa e que exercem práticas de GR, podem emergir interesses conflitantes aos objetivos do monitoramento corporativo. A prática de GR prevalece sobre o efeito da governança corporativa, induzindo aumento no custo de capital de terceiros.

Portanto, podem existir falhas na implementação e monitoramento das práticas de governança corporativa, por não conseguir inibir o oportunismo do gestor em agir por interesses próprios. Neste cenário, os efeitos benéficos da GC para as empresas seriam minimizados frente às instituições de crédito, pela prática do GR. Sendo assim, é oportuno aprofundar o entendimento sobre o tema, propondo-se a seguinte questão de pesquisa: qual o efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros nas companhias abertas listadas na [B]³? O objetivo do estudo é verificar o efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros nas companhias abertas listadas na [B]³.

Os achados mostraram que o GR apresentou sinal positivo, sugerindo atuar negativamente na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros, mostrando que as empresas que adotam práticas de governança corporativa, mas que continuam utilizando-se do GR, tendem a manter os custos de capital de terceiros mais elevados. Esse efeito pode ser decorrente da percepção do mercado de crédito, da existência de riscos mais elevados em decorrência de relatórios contábeis de baixa qualidade.

As evidências desta pesquisa apresentam contribuições acadêmicas, no preenchimento de uma importante lacuna existente na literatura nacional, ao verificar que as empresas que utilizam práticas de gerenciamento de resultados anulam o efeito favorável da governança corporativa na redução do custo de capital de terceiros. Contribui-se ao sugerir que os reguladores, auditores, investidores e demais *stakeholders* precisam segregar a análise das empresas com governança corporativa daquelas que não exercem este tipo de monitoramento corporativo, bem como ter um olhar menos generalista sobre estas empresas, tendo em vista que algumas empresas apesar de terem fortes mecanismos de governança corporativa continuam adotando práticas amplamente difundidas de GR, anulando o efeito desejado de monitoramento corporativo, neste caso, sobre o custo de capital de terceiros.

O presente estudo, divide-se em cinco seções. Na sequência da introdução, apresenta-se a revisão de literatura que discute as relações entre gerenciamento de resultados, custo de capital de terceiros e governança corporativa. Posteriormente na terceira seção, destacam-se os procedimentos metodológicos utilizados para alcançar o objetivo proposto. A quarta seção, evidencia os resultados e suas respectivas análises. Por fim, a quinta seção apresenta as considerações finais sobre a pesquisa.

2 Gerenciamento de Resultados e o Custo de Capital de Terceiros

O gerenciamento de resultados é visto como um posicionamento oportunista do gestor, que interfere de maneira tendenciosa por meio do seu julgamento pessoal nos relatórios financeiros (Healy & Wahlen, 1999). Os gestores podem usar o GR para evitar perdas ou para atender às previsões de lucros dos analistas, desta forma esperam evitar danos de reputação e reações negativas no preço das ações. Contudo, o GR em excesso pode reduzir a utilidade dos relatórios financeiros para os investidores. Isto é particularmente verdade se o gerenciamento de resultados oportunista não for totalmente divulgado (Scott, 2015).

Portanto, se o GR é bom ou ruim, depende de como é utilizado. Os contadores podem reduzir a extensão ruim do GR, trazendo-o à tona. Isso pode ser alcançado melhorando a divulgação de itens de baixa persistência e relatando o efeito de baixas anteriores nos resultados correntes. Além de ajudar os preços das ações a refletirem mais de perto o valor fundamental da empresa, a divulgação aprimorada auxilia a governança corporativa, uma vez que os comitês de remuneração e o mercado de trabalho gerencial podem recompensar melhor o bom desempenho do gerente e disciplinar os gerentes oportunistas (Scott, 2015).

Graham et al. (2004) ressaltam que os CFO's utilizam-se do GR para que a divulgação dos resultados influencie no preço das ações, diminuindo a volatilidade dos preços e, conseqüentemente, a redução do custo

de capital de terceiros. Os estudos de Chun e Cha (2012) e Ge e Kim (2014) também indicaram a existência de relação positiva entre o gerenciamento de resultados reais e o custo de capital.

Utilizando o modelo de Jones Modificado proposto por Dechow e Dichev (2002) de gerenciamento de resultados, Francis et al. (2005) avaliaram a relação existente entre a qualidade dos *accruals* e o custo de capital de terceiros, no período compreendido entre 1970 e 2001, em empresas de 34 países. Os resultados sugerem que quanto menor a qualidade dos *accruals* maior será o custo do capital terceiros.

Nakamura, Gomes, Antunes e Marçal (2006) analisaram 407 empresas no período de 2004 a 2006 e identificaram que as práticas de gerenciamento de resultados aumentaram o custo de capital de terceiros. Barros et al. (2014) investigaram 324 companhias brasileiras no período de 2002 a 2011, cujos achados indicaram que os gestores ao fazerem escolhas contábeis para diminuir os resultados divulgados, tendem a obter custo de capital de terceiros menor.

Em consonância com o apresentado, Ge e Kim (2014) examinaram novas empresas com emissão de títulos no mercado acionário dos Estados Unidos e seus achados evidenciaram que as agências de crédito detectam o gerenciamento de resultados como medida oportunista dos gerentes, acarretando rebaixamento nos *ratings* de crédito. Desta forma, os prêmios de risco tornam-se mais elevados, ou seja, o custo para aquisição de capital de terceiros aumenta. Assim, as companhias com maior risco e menor performance tem maior custo de capital de terceiros.

Em contrapartida, Kwak e Park (2015) encontraram relação negativa entre gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais e custo de capital de terceiros no mercado coreano. A divergência com os estudos anteriores pode estar relacionada com o nível de desenvolvimento do mercado coreano ou com a maior dificuldade de observância do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais.

Diante das exposições, e com a finalidade de contribuir para a resolução da questão de pesquisa proposta, apresenta-se a primeira hipótese sobre gerenciamento de resultados e custo de capital de terceiros:

H₁: As práticas de gerenciamento de resultados aumentam o custo de capital de terceiros nas companhias listadas na [B]³.

Presume-se que quanto maior o gerenciamento de resultados maior será o custo de capital de terceiros. Com a modificação de resultados para melhorar o desempenho das empresas, percebe-se a atitude oportunista do gestor em gerenciar os resultados para interesse próprio em detrimento ao custo de capital de terceiros. Dessa forma, o mercado pode captar esse comportamento e aumentar os custos para financiamento da dívida, pela reclassificação do risco de crédito (Nardi & Nakao, 2009; Francis et al., 2005; Graham et al., 2004; Chun & Cha, 2012; Ge & Kim, 2014; An et al., 2016; Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Kim et al., 2018).

2.1 Governança Corporativa e o Custo de Capital de Terceiros

Berle e Means (1932) iniciaram a discussão de que a separação de controle e propriedade pode ampliar os conflitos de interesses. Posteriormente, os conflitos de interesse denominaram-se de conflitos de agência, em que o agente poderá agir por interesse próprio, eximindo-se da obrigação de atendimento aos interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976). Nesse sentido, surge a governança corporativa como um mecanismo que auxilia as empresas a minimizar estes conflitos e, conseqüentemente, reduzir os custos de agência originados pelos conflitos entre agente-principal (Berle & Means, 1932; Jensen & Meckling, 1976).

Por meio de um conjunto de mecanismos que visam a redução da assimetria informacional e as práticas oportunistas de gerenciamento de resultados por parte dos gestores, a governança corporativa, contribui para a proteção do capital, aumento na integridade informacional e proteção dos interesses de acionistas e demais *stakeholders* (Luthan & Satria, 2016; Xue & Hong, 2016).

As práticas de GC contribuem para melhorar a qualidade da informação contábil, aumentar a proteção dos acionistas e diminuir a assimetria informacional. Regras mais rígidas aliadas a forte legislação, por consequência, melhoram a reputação da companhia junto ao mercado de crédito. Portanto, a otimização de como a empresa é gerida repercute na redução do custo de capital de terceiros (Easley & O'hara, 2004; Lima, 2009).

Nesse sentido, surge a necessidade de verificar se as práticas de governança corporativa, de fato, resultam na redução desses conflitos, desencadeando redução do custo de capital de terceiros. Estudos nacionais e internacionais têm investigado essa relação, como por exemplo, Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) que investigaram 230 companhias abertas não financeiras listadas na [B]³, no período entre 2010 e 2014. Os resultados evidenciam que os níveis mais elevados de governança corporativa reduzem o custo do capital de terceiros.

Tran (2014) analisou uma amostra composta por 426 empresas alemãs, no período compreendido entre 2006 a 2008. O objetivo do estudo foi verificar a extensão em que a governança corporativa afeta o custo da dívida de empresas listadas em bolsa alemã. Examinou a governança corporativa em três dimensões: qualidade da informação, estrutura de propriedade e estrutura de administração relacionadas com o custo da dívida. Os resultados indicaram que empresas com níveis mais elevados de transparência financeira e compensações de bônus enfrentaram menores custos de capital de terceiros.

Andrade, Bernile e Hood (2014) analisaram como as práticas de governança corporativa e a Lei Sarbanes Oxley (SOX) impactaram no custo da dívida e seu efeito sobre a confiabilidade dos relatórios financeiros, em empresas dos Estados Unidos. Investigaram 252 empresas no período de 2001 a 2003 e os resultados indicaram que empresas com qualidade de informação inferior e menores práticas de governança corporativa tendem a elevar o custo do capital de terceiros.

Ghouma et al. (2018) analisaram o impacto de índices de governança corporativa sobre o custo da dívida em 169 empresas canadenses no período entre 1986 e 2014. Os resultados sugerem que existe uma relação negativa entre ambos, ou seja, quanto maiores os índices de governança corporativa menores os custos da dívida. Diante do exposto, emerge a seguinte hipótese de pesquisa:

H₂: As boas práticas de governança corporativa reduzem o custo de capital de terceiros nas companhias listadas na [B]³.

Presume-se que quanto maiores os índices de governança corporativa das companhias menores serão os custos com capital de terceiros. As práticas de governança corporativa aumentam a transparência das informações contábeis divulgadas e conduzem captações de recursos com menores custos, pois, diminuem os riscos na classificação de créditos e a assimetria informacional (Fonseca et al., 2016).

2.2 Efeito do Gerenciamento de Resultados na relação entre Governança Corporativa e o Custo de Capital de Terceiros

A estrutura de propriedade existente no Brasil conduz a problemas de agência, ocasionados entre acionistas majoritários e minoritários. Desta forma, surgem diferentes incentivos que corroboram o exercício da prática do gerenciamento de resultados. O contexto institucional é fator importante nessa natureza, na medida em que o controle concentrado influencia diretamente na redução da qualidade da informação, por meio das práticas de GR (Torres, Bruni, Martinez, & Castro, 2010).

A extensão da relação entre o gerenciamento de resultados e o custo de capital de terceiros é intensificado em função do desenvolvimento do mercado institucional em que a companhia está estabelecida (Graham et al. 2004; Kim et al. 2018). Os Estados Unidos, por exemplo, possuem medidas protetivas ao capital de terceiros, investidores e *stakeholders*. Leis protetivas como a SOX, foram adotadas como práticas de governança corporativa para melhorar a confiabilidade das companhias no meio corporativo e intensificar o mercado acionário (Andrade et al., 2014).

Por sua vez, a relação positiva entre GR e custo de capital de terceiros, ao acentuar a assimetria informacional e reduzir a qualidade dos relatórios contábeis, estabelece que os investidores de ambientes institucionais fortes são mais independentes e não necessitam de recursos de terceiros para mitigar conflitos de agência (An et al., 2016).

Nesse contexto, melhores práticas de GC devem reduzir os custos de agência e ao melhorar a qualidade informacional das companhias ampliam a reputação junto ao mercado de títulos. Ao perceber essas práticas, as agências de crédito reduzem os custos de capital em função da credibilidade e transparência (Jensen & Meckling, 1976; Luthan & Satria, 2016).

Em contrapartida, a adoção dos mecanismos de GC podem não inibir o comportamento oportunista dos gestores. Ao decidir alocar o capital da companhia de diferentes formas, o agente poderá utilizar do oportunismo para gerenciar resultados em seu favor. Muitas companhias oferecem bônus, prêmios e ganhos extras aos administradores de acordo com resultados apresentados. Desta forma, o gestor conduzirá ações que tragam benefícios de curto prazo, mesmo que isso signifique riscos para o longo prazo (Martinez, 2001; Tran, 2014).

Ao aderir às práticas de GR as companhias sujeitam-se a vulnerabilidade do mercado de crédito, que poderá identificar as ações oportunistas a partir da modificação de resultados. Em reação, os riscos e taxas estabelecidos pelo retorno do capital investido serão elevados (Kim et al. 2018). Sendo assim, mesmo que as empresas tenham fortes mecanismos de governança corporativa, podem concomitantemente apresentar práticas de gerenciamento de resultados e, isso, pode ter efeito restritivo sobre as práticas de governança corporativa na redução do custo de capital de terceiros.

Nesse contexto, apresenta-se a terceira hipótese de pesquisa sobre o efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros.

H₃: A governança corporativa moderada pelo gerenciamento de resultados aumenta o custo de capital de terceiros nas companhias listadas na [B]³.

3 Procedimentos Metodológicos

Para atender ao objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa explicativa, documental e de abordagem quantitativa. A população da pesquisa compreendeu as companhias abertas listadas na [B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão. Inicialmente, em razão das peculiaridades do setor, em cada ano, foram excluídas as companhias que exerciam atividades financeiras. Também, foram excluídas as companhias que não possuíam informações necessárias para o cálculo de todas as variáveis utilizadas na pesquisa. Desta forma, a amostra

selecionada considera-se desbalanceada, compreendendo 212 empresas no ano de 2012, 177 em 2013, 178 em 2014, 167 em 2015, 168 em 2016 e 159 no ano de 2017, totalizando 1.068 observações.

Ressalta-se que o ano de 2010, no Brasil, tem-se o início da adoção plena às normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards- IFRS*). Santos, Ponte e Mapurunga (2014) mensuraram o índice de conformidade geral e o índice para cada norma obrigatória pelas IFRS no primeiro ano de adoção no Brasil (2010), constatando uma baixa conformidade nos níveis de cumprimento das divulgações exigidas.

Como explicação para níveis tão baixos, Santos et al. (2014) descrevem que 2010 foi o primeiro ano de adoção das IFRS, desta forma, inicia-se um novo sistema contábil, institucionalizado em países de cultura *common law*, diferentemente da cultura brasileira caracterizada como *code law*. Ressaltam que dificilmente todas as normas seriam, empiricamente, implementadas no primeiro ano de mudança.

A partir destas constatações, para evitar distorções nos resultados, optou-se por não utilizar informações advindas dos dois primeiros anos de adoção obrigatória das IFRS, cuja análise considerou o período de 2012 a 2017.

Inicialmente, foi analisada a governança corporativa por meio de um índice, que estabelece percentuais de acordo com o grupo de variáveis *dummy* utilizadas, recebendo valor 1 quando se atende ao critério e 0 para o item que não atende ao critério. Ao item que atende ao critério é estabelecido peso de 20%. Ao final, cada empresa poderia obter 100%, em caso de atendimento aos cinco critérios utilizados para compor o índice. As variáveis observadas para compor a *proxy* de governança corporativa foram: empresa auditada por *big four*, presença de comitê de auditoria, não dualidade no cargo de diretor presidente e presidente do conselho de administração, presença da maioria de membros independentes no conselho de administração e o nível diferenciado de governança corporativa de cada empresa, conforme sugerem Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011), Lameira (2012), Santana, Góis, Luca e Vasconcelos (2015).

Em seguida, foram coletados os dados dos fatores descritos na literatura como influenciadores do custo de capital de terceiros e da governança corporativa, como destacado no constructo da pesquisa, apresentado na Figura 1.

Variáveis Dependentes	Métrica	Autores de base	Fonte dos dados
Custo de capital de terceiros (Kd)	$Kd_t = \frac{Df_t}{FinCP_{t-1} + FinLP_{t-1} + DebCP_{t-1} + DebLP_{t-1}}$	Nardi e Nakao (2009); Fonseca et al.; (2016);	Banco de dados Economatica®
Variáveis Explicativas	Métrica	Autores de Base	Fonte dos Dados
Gerenciamento de resultado (GR)	<p>Jones Modificado:</p> $TA_{it} = [(\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Div_{it}) - Depr_{it}] / A_{it-1}$ <p>(Fórmula 1)</p> $\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_i \left[\frac{1}{A_{it-1}} \right] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it}] + \beta_{2i} [PPE_{it}] / A_{it-1} + \varepsilon_{it}$ <p>(Fórmula 2)</p> $NDA_{it} = \alpha_i \left[\frac{1}{A_{it-1}} \right] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \beta_{2i} [PPE_{it}] / A_{it-1}$ <p>(Fórmula 3)</p> $AD = TA - NDA$ <p>(Fórmula 4)</p>	Dechow, Sloan e Sweeney, (1995). Gu, Lee e Rosset; (2005).	Banco de dados Economatica®
Governança corporativa (GOV)	<p>GOV = Práticas de Governança Corporativa Empresa Auditada por <i>big four</i>? Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Possui comitê de auditoria? Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Não dualidade Diretor Presidente e Presidente do Conselho Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Maioria de membros independentes no Conselho Sim= 1 e Não= 0</p> <p>Listada em nível diferenciado de governança corporativa Sim= 1 e Não= 0</p>	Lameira, (2012); Santana et al. (2015)	Website da B3
GR_Gov	Variável moderadora entre Gerenciamento de Resultados x Indicador de Governança Corporativa		

Variáveis de Controle	Métrica	Autores de Base	Fonte dos Dados
Tamanho (TAM)	$TAM = \ln AT$ Logaritmo natural do valor contábil dos ativos totais da empresa.	Fonseca et al., (2016);	Banco de dados Economatica®
Crescimento de vendas (CV)	$CV = \frac{Vendas_{t1} - Vendas_{t0}}{Vendas_{t0}}$	Barros et. al (2014);	Banco de dados Economatica®
Tangibilidade (TANG)	$Tang = \frac{Ativo Imobilizado}{Ativo Total}$	Barros et al. (2014);	Banco de dados Economatica®
Endividamento total (ENDIV)	$Endiv = \frac{PC + PNC}{Ativo Total}$	Mazzioni, Prigol, Moura e Klann, (2015);	Banco de dados Economatica®

Figura 1: Constructo da pesquisa

Fonte: elaboração própria.

Para o cálculo do gerenciamento de resultados, tem-se a descrição dos componentes da fórmula do modelo Jones em sua versão modificada, conforme Dechow et al. (1995), onde:

ΔAC_{it} = variação do ativo corrente (circulante) da empresa i no final do período t- 1 para o final do período t;

$\Delta Disp_{it}$ = variação das disponibilidades da empresa i no final do período t-1 para o final do período t;

ΔPC_{it} = variação do passivo corrente (circulante) da empresa i no final do período t-1 para o final do período t;

ΔDiv_{it} = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa i no final do período t-1 para o final do período t;

$Depr_{it}$ = montante das despesas com depreciação (e amortização) da empresa i durante o período t;

A_{it-1} = ativo total da firma i no ano t-1;

NDA_{it} = acumulações não discricionárias da firma i no ano t;

ΔREV_{it} = variação receita bruta da firma i entre os anos t e t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

ΔREC_{it} = variação das contas a receber (clientes) da firma i entre os anos t e t-1, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

PPE_{it} = imobilizado (e intangíveis) da firma i no ano t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; ε_{it} = resíduo da regressão para a firma i no ano t.

Conforme Martinez (2013), o modelo de Jones modificado utilizado para mensurar o gerenciamento de resultados por *accruals* é o mais utilizado no Brasil, embora apresente algumas falhas.

Ressalta-se que os dados referentes a governança corporativa foram coletados manualmente para cada empresa e em cada ano, por meio do Formulário de Referência das empresas, na Seção 12.5/6 - Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal e na Seção 2.1/2 - Identificação e remuneração dos auditores independentes disponíveis no *website* da B3.

Para as demais variáveis, utilizou-se a plataforma de dados Economatica®. As variáveis denominadas como variáveis de controle, ou seja, que também podem influenciar o custo de capital de terceiros e a governança corporativa, presentes na literatura, consideradas na regressão para dados em painel como independentes foram: tamanho, crescimento de vendas, tangibilidade e endividamento total.

Após a coleta de dados, realizou-se as análises. Inicialmente, ocorreu uma análise descritiva variáveis de interesse da pesquisa e, posteriormente, a regressão de dados em painel para atender ao objetivo proposto pela pesquisa. Antes de rodar a regressão, verificou-se os pressupostos intrínsecos ao modelo, conforme exposto na Figura 2.

Pressupostos	Testes	Modelos de estimação	Testes
Homocedasticidade	Breusch-Pagan	Efeito fixo X <i>POLS</i> *	Chow
Ausência de auto correlação	Wooldridge	Efeitos aleatórios X <i>POLS</i>	LM de Breusch-Pagan
Ausência de multicolinearidade	<i>Variance Impact Factor</i> (VIF)	Efeito fixo X Efeitos aleatórios	Hausman
Distribuição normal dos resíduos	Jarque-Bera		

Figura 2: Testes dos pressupostos e do modelo de estimação

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Fávero (2016)

* Pooled Ordinary Least Square (POLS)

Realizados os testes e aplicadas as devidas correções, aplicou-se os modelos de regressão para dados em painel com o intuito de atender ao objetivo proposto.

4 Resultados e Discussão

Primeiramente, apresenta-se a estatística descritiva do custo de capital de terceiros (Kd), índice de governança corporativa (GOV) e o gerenciamento de resultados (GR), conforme exposto na Tabela 1.

Tabela 1:
Estatística descritiva das variáveis custo de capital de terceiros, governança corporativa e GR

Ano	Nº de Empresas	Variáveis					
		Kd		GR		GOV	
		Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
2012	219	0,22	0,49	0,12	0,14	50,36	22,57
2013	177	0,36	1,34	0,18	0,66	48,16	23,76
2014	178	0,24	0,59	0,09	0,11	50,79	24,71
2015	167	0,55	2,41	0,24	1,73	51,90	23,60
2016	168	0,41	1,12	0,11	0,10	53,81	24,07
2017	159	0,30	0,63	0,10	0,09	54,47	24,43
Totais Gerais	1068	0,35	0,66	0,14	0,60	51,58	0,69

Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 1, que o custo médio de capital de terceiros, oscilou no período compreendido para análise. Quando comparado o ano de 2012, cuja média foi de 0,22, com o ano de 2017, com média de 0,30, nota-se um aumento de 36% no custo médio de capital de terceiros.

Verificou-se no ano de 2012, que as companhias com maiores índices de custo de capital de terceiros foram a Cia Hering S.A. com 1,19, Duratex S.A. com 1,29 e a companhia Kroton Educacional S.A. com indicador igual a 2,41. No ano de 2013, tem-se a Biommm com indicador igual a 2,79, Igua S.A com 2,54 e Construtora Lix da Cunha com 2,93. No ano de 2014 a companhia Biommm com 0,56, Celesc S.A. com 0,61 e Rede Energia com 0,90. Em 2015 as companhias com maiores índices foram All Norte S.A. com 0,41, Celesc S.A. com 0,59 e Empresa Concessionária da Rodovia Norte S.A. com 0,45. Em 2016, a OI S.A. apresentou indicador igual a 0,59, Salus Infraestrutura Portuária S/A com 0,47 e Senior Solution S.A. com 0,45. Em relação ao ano de 2017, observa-se que as companhias com maiores índices de custo de capital de terceiros são Indústria Cataguas S.A. com 0,41, Localiza S.A. com 0,48 e Salus Infraestrutura Portuária S/A com 0,46.

As empresas citadas apresentaram índices superiores à média da amostra. Estes resultados podem ser decorrentes da recessão econômica e da consequente redução de crédito. Paula e Pires (2017) argumentam que o Brasil apresentou no período investigado, uma crise *minskyana*, em que a geração de caixa das companhias não é capaz honrar as despesas financeiras da dívida, onde mais da metade das companhias listadas na [B]³ possuem uma estrutura *Ponzi* de financiamento. A redução das vendas em grande escala, aliada a forte recessão, acarretam elevação dos juros na contratação de crédito e aumento no custo da dívida.

Adicionalmente, Silva, Santos e Nakamura (2018) argumentam que a recessão econômica interfere nas estratégias das organizações, pois, necessitam adequar suas estruturas de capital de acordo com os investimentos e financiamentos disponíveis no mercado. A oscilação nas taxas de juros provoca alterações nas estratégias da estrutura de capital. D'Amato (2020) também destaca a redução na oferta e demanda de crédito frente a recessão econômica, reduzindo as oportunidades de contratação de crédito, que eleva o custo da dívida.

O indicador médio de 0,35 é superior ao encontrado por Barros, Silva e Voese (2015), que analisaram o custo da dívida de 83 companhias abertas, compreendidas no período de 2008 a 2010, e obtiveram indicador médio de 0,26. Também difere dos resultados de Fonseca et al., (2016), que encontraram indicador médio de 0,20, em análise de 230 companhias abertas no período de 2010 a 2014.

Os resultados refletem o cenário vivido pelo Brasil. Conforme ressalta a Associação Brasileira de Bancos (ABBC, 2019), com a crise financeira no Brasil houve a desvalorização do dólar e, conseqüentemente, aumento no nível de endividamento das companhias abertas. Esse cenário afeta diretamente as transações de receita das empresas, bem como, os investimentos advindos de investidores institucionais e demais *stakeholders*, o que contribui para a redução do valor de mercado das empresas e aumento no custo de capital de terceiros.

Em relação ao indicador de governança corporativa, pode-se observar que o ano de 2012 apresenta o menor desvio padrão entre o período analisado, com 22,57. Quando se compara 2012 a 2017, percebe-se

um aumento de 8,16%, ou seja, a diferença entre as empresas nos anos compreendidos na análise se mantém uniforme, indicando assim, que não existem grandes diferenças ao longo dos anos.

A adoção de melhores práticas de GC contribuem para a redução de riscos excessivos, como por exemplo, níveis elevados de alavancagem, e melhoria no desempenho da empresa (Detthamrong, Chancharat & Vithessonthi, 2017). Juntamente com a adoção das IFRS, as empresas têm implementado práticas de GC para aumentar a proteção aos investidores, influenciando na valorização e liquidez das ações, bem como na qualidade da informação contábil (Lanzana, 2004).

Observa-se na variável do gerenciamento de resultados que, pelas médias de cada ano, ocorreu uma redução de 16,67% no gerenciamento de resultados por parte das empresas de 2012 a 2017. Desta forma, pode-se considerar que os anos de 2014 e 2017 foram os únicos que demonstraram baixos índices de gerenciamento de resultados, ficando entre 0 e 0,10, em que 31,55% do total de empresas analisadas no período gerenciaram resultados em baixas proporções. Em contrapartida, 68,45% das empresas, gerenciaram resultados de médias a elevadas proporções, representado pelos índices superiores a 0,10.

Outros estudos, como Mazzioni et al. (2015), investigaram o gerenciamento de resultados em 261 empresas compreendidas no período de 2010 a 2013, e classificaram os índices de gerenciamento de resultados, considerando os valores compreendidos entre -0,10 e 0,10 de baixas proporções e os valores superiores a 0,10, considerados de elevadas proporções. Identificaram que 138 empresas listadas nos Índices de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGCX), representando 60% da amostra, apresentaram gerenciamento de baixas proporções ficando entre -0,10 e 0,10.

A Tabela 2 mostra a influência direta do GR e da governança corporativa no custo de capital de terceiros, bem como o efeito moderador do GR na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros.

Tabela 2:
Influência do gerenciamento de resultados e da governança corporativa no custo de capital de terceiros

Variáveis independentes	Variável dependente: Kd			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
(Constante)	0,162*	0,008*	0,170*	0,138
GR	0,001*	0,001*		
GOV		-0,000		-0,008*
GOV X GR			0,016*	
TAM	-0,003*	-0,001*	-0,006*	0,009
CV	-0,000*	-0,000*	-0,000*	-0,001*
LIQGER	0,001	-0,000	-0,000	0,000
TANG	-0,000	-0,000	-0,000	-0,000
ENDIV	-0,017	-0,020	-0,016	-0,025
Nº de observações	1068	1068	1068	1068
Estatística F	4,53	3,62	46,31	2,77
Prob>F	0,0002	0,0000	0,0000	0,0113
R² ajustado	0,0312	0,0313	0,5232	0,0230
Rho	0,152894	0,153078	0,268947	0,160117
Estatística Durbin-Watson ajustada	1,990879	1,990812	1,985593	1,989635

Fonte: dados da pesquisa.

*valores significativos ao nível de 1%.

Conforme exposto na Tabela 2, utilizaram-se 4 modelos distintos para testar as hipóteses do estudo. O Modelo 1 demonstra a influência direta do GR sobre o custo de capital de terceiros (Kd). O Modelo 2, evidencia a influência direta do Gerenciamento de Resultados e da Governança Corporativa, individualmente, sobre o custo de capital de terceiros. Na sequência, o Modelo 3 apresenta a influência da variável moderadora de governança corporativa e gerenciamento de resultados sobre o custo de capital de terceiros. Por fim, o Modelo 4 denota a influência direta da governança corporativa sobre o custo de capital de terceiros.

Os resultados dos modelos 1 e 2 confirmam a primeira hipótese - as práticas de gerenciamento de resultados aumentam o custo de capital de terceiros nas companhias listadas na [B]³. Os resultados corroboram Francis et al. (2005), Gu, Lee e Rosset (2005), Nardi e Nakao (2009), An et al. (2016), Lazzem e Jilani (2018), Kim et al. (2018) e se alinham aos argumentos da Teoria da Agência, que definem a existência de incentivos para que os agentes idealizem seus próprios interesses, mesmo que isso influencie na perda de capital do principal, conforme abordam Jensen e Meckling (1976), Healy e Whalen (1999), Martinez (2001), Martins e Lopes (2005), Kim e Sohn (2013), Martinez (2013), Ge e Kim (2014), Kim et al. (2016).

Observa-se no Modelo 4, que as boas práticas de governança corporativa reduzem o custo de capital de terceiros nas companhias listadas na [B]³, não sendo possível rejeitar a segunda hipótese, corroborando os achados de Andrade et al. (2014), Tran (2014), Mazzioni et al. (2015), Fonseca et al. (2016), Ghouma et al. (2018).

Em relação a variável moderadora (GOV_GR), observa-se no Modelo 3 que o GR faz com que a governança corporativa tenha efeito inverso (sinal positivo) ao encontrado na relação direta com o custo de capital de terceiros (Modelo 4). Desta forma, os resultados corroboram a terceira hipótese da pesquisa, em que o gerenciamento de resultados anula o efeito benéfico da governança corporativa e produz aumento do custo de capital de terceiros. Sugere-se que as empresas que adotam práticas de governança corporativa, mas que continuam utilizando-se do GR, tendem a continuar com custo de capital de terceiros mais elevado.

Nesse sentido, pode-se inferir que as companhias que possuem níveis elevados de governança corporativa podem também sofrer com os impactos negativos do comportamento oportunista de gestores nas práticas de gerenciamento de resultados. Ademais, os indícios apontam na possibilidade de falhas nas práticas de governança corporativa adotadas pelas companhias brasileiras.

Uma possível explicação para os achados, considerando a abordagem de Tran (2014), é que para os detentores da dívida, as práticas de GC importam pouco na hora das decisões de concessões e negociações de taxas de juros. Desta forma, a governança corporativa possui importância quando os custos de agência são elevados e as práticas de GC são suficientes para sua redução. Os acionistas externos, valorizam os mecanismos de governança no ambiente institucional, embora tenham menor proteção legal quando comparados aos credores. Ressalta-se que o ambiente institucional demonstra significativa importância para essa discussão, pois mecanismos de governança e regras mais rígidas aplicadas com maior *enforcement* contribuem para a proteção do capital de terceiros (Fonseca et al., 2016).

Desta forma, o mercado brasileiro está conseguindo perceber tal comportamento oportunista do gestor nos relatórios financeiros, elevando taxas contratuais e também os retornos esperados pelo capital investido, pela percepção do risco que a companhia oferece com a prática de gerenciamento de resultados (Healy & Wahlen, 1999; Nardi & Nakao, 2009; Nardi et al., 2009; Miko & Kamardin, 2015; Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Kim et al. 2018).

Quanto a variável de controle tamanho, os resultados indicaram que empresas maiores apresentaram menores custos de capital de terceiros (Larcker & Richardson, 2003). Empresas maiores costumam gozar de melhor reputação, influenciando a percepção dos agentes quanto ao risco do investimento. Assim, grandes empresas tendem a acessar recursos externos com menores custos (Castro & Martinez, 2009). Desta forma, os resultados corroboram os achados de Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008), Bekiris e Doukakis (2011), Bradley e Chen (2011), Ghouma et al. (2018), que encontraram associações negativas entre o tamanho da empresa e o custo de capital.

Empresas com menor crescimento de vendas (CV) apresentaram custo de capital de terceiros mais elevado. Os achados corroboram o entendimento de Myers (1977) e Rajan e Zingales (1995), de que empresas em menor crescimento podem sinalizar ao mercado de crédito maior propensão ao risco acarretando aumento no custo de capital. Consequentemente, o aumento no custo de capital retardará a velocidade de crescimento dessas empresas.

As variáveis liquidez geral (Liqger), tangibilidade (Tang) e endividamento (Endiv), apresentaram associação positiva com o custo de capital de terceiros, porém, não foram estatisticamente significativas. As divergências encontradas no estudo, com as perspectivas teóricas decorrentes de pesquisas prévias de Francis et al. (2005), Graham et al. (2004), Nardi et al. (2009), Chun e Cha (2012), Barros et al. (2014), Ge e Kim (2014), An et al. (2016), Moura et al. (2016), Anagnostopoulou e Tsekrekos (2017), Kim et al. (2018), podem ser decorrentes do tamanho da amostra, do tipo de empresas e do período investigado.

5 Considerações Finais

O objetivo do estudo foi verificar o efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros de companhias abertas listadas na [B]³. O estudo utilizou como *proxy* para o custo de capital de terceiros a relação das despesas financeiras sobre as dívidas totais da empresa. Para governança corporativa utilizou-se um índice de acordo com a adoção das melhores práticas de governança e o gerenciamento de resultados foi estabelecido por meio dos *accruals* discricionários, resultantes da diferença dos *accruals* totais e *accruals* não discricionários, conforme modelo de Jones modificado proposto por Dechow et al. (1995).

Os resultados demonstraram que, em média, as empresas aderiram parcialmente aos indicadores que mensuram o nível de práticas de governança corporativa. Dessa forma, as práticas adotadas contemplam a proteção dos acionistas, investidores, *stakeholders* e *shareholders*, bem como, a valorização e a reputação da companhia frente as mudanças sociais, políticas e econômicas do país.

No que se refere ao gerenciamento de resultados, observa-se uma redução média de 16,67% no índice de empresas que gerenciavam resultados de 2012 para 2017. Nesse sentido, os resultados refletem as mudanças ocorridas no mercado acionário brasileiro, em que a partir de 2012, novos níveis de governança corporativa foram criados, com o propósito de aumentar a transparência e a qualidade informacional para os interessados nas companhias listadas no mercado de ações.

Os resultados demonstram que as empresas com práticas de gerenciamento de resultados tendem a contratar recursos com maiores custos junto ao mercado, pois, as instituições financeiras percebem a atitude oportunista dos gestores ao analisar os relatórios financeiros.

No que tange a governança corporativa, pode-se inferir que contribui para reduzir o custo de capital de terceiros. O efeito pode ser decorrente da melhor qualidade das informações contábeis produzidas por empresas com melhores práticas de governança corporativa, gerando maior credibilidade junto às instituições de crédito e influenciando para percepção de risco. Quando a percepção de risco diminui, as taxas de juros também diminuem.

Por fim, a prática do gerenciamento de resultados demonstrou anular o efeito favorável da governança corporativa no custo de capital de terceiros. Empresas que adotam práticas de governança corporativa, mas concomitantemente utilizam o GR, tendem a continuar com custo de capital de terceiros mais elevado. Esse resultado, pode ser reflexo da obtenção de favorecimentos e outros ganhos do agente em detrimento do custo do capital de terceiros.

Em termos gerais, as instituições de crédito oferecem recursos financeiros a custo mais barato para empresas com maior qualidade da informação contábil. Neste sentido, o estudo contribui ao sugerir que a prática de gerenciamento de resultados reduz a qualidade da informação contábil na visão das instituições financeiras que ofertam crédito. A governança corporativa, na ausência de gerenciamento de resultados, mostrou-se efetiva no monitoramento do comportamento oportunista de gestores, auxiliando as empresas na obtenção de créditos de menor custo.

Desta forma, a pesquisa contribui para fortalecimento da temática no cenário nacional e para a ampliação da discussão do efeito moderador do gerenciamento de resultados na relação entre governança corporativa e o custo de capital de terceiros, ainda pouco discutida no Brasil. De modo geral, as evidências desta pesquisa contribuem para o preenchimento de uma importante lacuna existente na literatura nacional, ao verificar que as empresas que utilizam práticas de gerenciamento de resultados anulam o efeito favorável da governança corporativa na redução do custo de capital de terceiros.

Pode-se destacar como limitação desta pesquisa, que a qualidade da informação contábil foi mensurada por meio do modelo Jones Modificado de gerenciamento de resultados com base nos *accruals*. Existem outros modelos de gerenciamento de resultados com base nos *accruals* e com base em decisões operacionais. Além disso, a qualidade da informação contábil pode ser estimada por diversas outras métricas, utilizando dados contábeis e de mercado. Dadas as limitações, abre-se espaço para pesquisas futuras, utilizando-se outros atributos da qualidade da informação contábil e sua relação com o custo de capital de terceiros.

Referências

Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2017). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191-236. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1204217>

Andrade, S. C., Bernile, G., & Hood III, F. M. (2014). SOX, corporate transparency, and the cost of debt. *Journal of Banking e Finance*, 38, 145-165. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.10.001>

An, Z., Li, D., & Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Finance*, 68, 131-152. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.02.007>

Associação Brasileira de Bancos (2019, janeiro 25). Crise e fragilidade financeira. Recuperado de <http://abbc.org.br/assessoriaeconomica/abbcdestaca/1673/crise-e-fragilidade-financeira>.

Barros, M., Menezes, J., Colauto, R., & Teodoro, J. (2014). Gerenciamento de resultados e alavancagem financeira em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(1), 35-55.

Barros, C., Silva, P. D., & Voese, S. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 7-26.

Beatty, A., & Liao, S. (2014). Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 339-383. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.009>

Bekiris, F. V., & Doukakis, L. C. (2011). Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics*, 32(7), 439-456. <https://doi.org/10.1002/mde.1541>

Berle, A. A., Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New Brunswick, NJ: Transaction.

Bowen, R. M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 351-405. <https://doi.org/10.1506/car.25.2.3>

- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.001>
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 25-46, dez. 2009. <http://dx.doi.org/10.1590/S1678-69712009000600004>
- Chun, H., & Cha, S. (2012). Real earnings management and cost of equity capital. *Journal of Taxation and Accounting*, 13(1), 99-130.
- D'Amato, A. (2020). Capital structure, debt maturity, and financial crisis: empirical evidence from SMEs. *Small Business Economics*, 55, 919-941. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00165-6>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225, 1995.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2016). *Análise de dados: modelos de regressão com Excel®, Stata® e SPSS®*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 255-307, 2001. [https://doi.org/10.1016/s0165-4101\(01\)00028-3](https://doi.org/10.1016/s0165-4101(01)00028-3)
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. D., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35-52. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Francis, J. R., Khurana, I. K., Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125-1162. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.4.1125>
- Ge, W., & Kim, J. B. (2014). Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67(4), 641-647. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.021>
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2004). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.3386/w10550>
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.08.002>

- Kim, I., Miller, S., Wan, H., & Wang, B. (2016). Drivers behind the monitoring effectiveness of global institutional investors: Evidence from earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 40, 24-46. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.006>
- Kim, J. H., Lee, S. H., & Yoo, Y. K. (2018). Real earnings management and the cost of debt capital: International evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(2), 1-22. <https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1518148>
- Kwak, S. K., & Park J. I. (2015). Empirical evidence on the relation between real earnings management and the cost of debt. *Tax and Accounting Journal*, 5(16), 243-274.
- Lameira, V. D. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 14(42), 7-25.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Larcker, D. F., & Richardson, S. A. (2003). Corporate governance, fees for non-audit services and accrual choices. *Fees for Non-Audit Services and Accrual Choices*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.394441>
- Lazzem, S., & Jilani, F. (2018). The impact of leverage on accrual-based earnings management: The case of listed French firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 350-358. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.103>
- Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidência× custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000100007>
- Luthan, E., & Satria, I. (2016). The effect of good corporate governance mechanism to earnings management before and after IFRS convergence. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 465-471. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.021>
- Martins, E. & Lopes, A. B. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR -Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Mazzioni, S., Prigol, V., Moura, G. D., & Klann, R. C. (2015). Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 61-86. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n27p61>
- Miko, N. U., & Kamardin, H. (2015). Impact of audit committee and audit quality on preventing earnings management in the pre-and post-Nigerian corporate governance code 2011. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 172, 651-657. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.01.415>
- Moura, G. D., Macêdo, F. F. R. R., Mazzioni, S., & Kruger, S. D. (2016). Análise da relação entre gerenciamento de resultados e custo de capital em empresas brasileiras listadas na BM&Fbovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 15(44), 9-23. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v15n44p9-23>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Nakamura, W. T., Gomes, E. A., Antunes, M. T. P., & Marçal, E. F. (2006, setembro). Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. *Anais do Encontro da ANPAD*, Salvador, BA, 30.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772009000300006>

- Nardi, P. C. C., Silva, R. L. M., Nakao, S. H., & Valle, M. R. A. D. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 6-26. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009428>
- Paula, L. F., & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125-144. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890013>
- Piccoli, P. G. R., Souza, A., & Silva, W. V. D. (2014). As práticas de governança corporativa diminuem o gerenciamento de resultados? Evidências a partir da aversão na divulgação de prejuízos e de queda nos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(22), 141-162. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n22p141>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00033-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00033-6)
- Santana, L. M., Góis, A. D., Luca, M. M. M., & Vasconcelos, A. C. (2015). Relação entre disclosure socioambiental, práticas de governança corporativa e desempenho empresarial. *Revista Organizações em Contexto*, 11(21), 49-72. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v11n21p49-72>
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176, 2014. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772014000200006>
- Scott, W. R. (2015). *Financial Accounting Theory*. Seven Edition. United States: Canada Cataloguing.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Silva, E. S., Santos, J. F., & Nakamura, W. T. (2018). A heterogeneidade da estrutura de capital das empresas dos países desenvolvidos-G7: uma Análise quantílica. *Gestão & Regionalidade*, 34(100), 4-21. <https://doi.org/10.13037/gr.vol34n100.3537>
- Silveira, A. D. M. D. (2005). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil.
- Tran, D. H. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital—Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, 46(2), 179-197. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.02.003>
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63-99. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00032-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00032-4)
- Torres, D., Bruni, A. L., Castro, M. Á. R., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 11-34. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n13p11>
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 49-67. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011104>
- Xue, S., & Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 41-58. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2015.02.001>

NOTAS

AGRADECIMENTOS

Não se aplica.



CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e elaboração do manuscrito: L. A. Vargas, C. B. Dal Magro, S. Mazzioni

Coleta de dados: L. A. Vargas

Análise de dados: L. A. Vargas, C. B. Dal Magro, S. Mazzioni

Discussão dos resultados: L. A. Vargas, C. B. Dal Magro, S. Mazzioni

Revisão e aprovação: L. A. Vargas, C. B. Dal Magro, S. Mazzioni

CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

FINANCIAMENTO

Não se aplica.

CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.

APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

LICENÇA DE USO

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

PUBLISHER

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

EDITORES

Carlos Eduardo Facin Lavarda e Suliani Rover

HISTÓRICO

Recebido em: 04/09/2019 – Revisado por pares em: 27/05/2020 – Reformulado em: 30/06/2020 – Recomendado para publicação em: 15/10/2020 – Publicado em: 15/01/2021