



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE – UFRN
Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

**INCENTIVOS MÚLTIPLOS PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA NO MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO**

HUGO COSTA DE MACÊDO

JOÃO PESSOA – PB
2012

HUGO COSTA DE MACÊDO

INCENTIVOS MÚLTIPLOS PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília (UnB), da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN) como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Orientador: Prof. Dr. Edilson Paulo

HUGO COSTA DE MACÊDO

**INCENTIVOS MÚLTIPLOS PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS
CONTÁBEIS: UMA ANÁLISE EMPÍRICA NO MERCADO DE CAPITALIS
BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Edilson Paulo

Orientador – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB, UFPB e UFRN

Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares

Examinador Interno – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis - UnB, UFPB e UFRN

Prof. Dr. Sinézio Fernandes Maia

Examinador Externo – Universidade Federal da Paraíba

**JOÃO PESSOA – PB
2012**

AGRADECIMENTOS

À CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior -, pelo apoio financeiro.

Durante a execução deste trabalho, veio-me muito claramente a opinião de vários colegas no decorrer da minha vida acadêmica, ao mencionarem o quanto as colaborações dos envolvidos na formulação deste, foram necessárias para que tal esforço viesse a lograr êxito. Gostaria de agradecer ao corpo docente do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – não apenas pelo conhecimento compartilhado durante este período de convívio, mas particularmente pelos inúmeros conselhos dentro e fora da sala de aula – o qual mencionarei não em sua totalidade, mas principalmente representando-o pela pessoa do meu orientador, o professor Edilson Paulo, com o qual sinto que finalizo esta etapa devendo não apenas a minha gratidão, mas também um pouco mais de brilhantismo ao prosseguir os estudos com uma temática tão relevante quanto a que se fez presente no que foi desenvolvido. Agradeço aos meus colegas, a todos eles, que desde o primeiro dia de reunião, na UFRN, compartilharam todos os seus anseios e expectativas pelo trabalho que viria, em especial ao Emílio (*in memoriam*), que sempre nos tranquilizou nas horas mais complicadas, ao Alexsandro, com quem partilhei diversas atividades e o Fabiano, com quem convivi mais de perto durante o primeiro ano do mestrado. Pelo companheirismo que nutrimos mutuamente, bem como pelas cobranças que tivemos uns com os outros, digo-os que, sem eles, tais esforços careceriam de significado. Agradeço à minha família, que sempre valorizou minhas escolhas e incentivou-me para que cada passo dado fosse possível e não apenas sonhado. Agradeço à Universidade Estadual da Paraíba, que durante o período do mestrado foi mais que um ambiente de trabalho para mim, sendo minha casa distante, à qual sempre pude recorrer quando o auxílio foi preciso, mais especificamente aos diretores e coordenadores do Campus VI, que sempre demonstraram compreensão com minhas limitações de tempo em virtude da minha dedicação ao Programa. Agradeço à minha noiva Solange, meus amigos e alunos, para os quais, em algum momento, eu pude servir como referência, mesmo que considerando-me distante de tal merecimento, e que depositaram em mim suas expectativas, tendo me ajudado a seguir. A todos aqueles que de alguma forma estiveram presentes nessa fase tão importante da minha vida, agradeço profundamente.

Aos amigos que nos deixaram, antes de
poderem concretizar o sonho de serem
mestres: Emílio Luis Bonoli (*in memoriam*) e
Lucimêre Alves de Almeida (*in memoriam*).

*“É inacreditável o quanto você não sabe
sobre o jogo que jogou a sua vida toda”
(Mickey Mantle)*

RESUMO

O processo de detecção de gerenciamento de resultados contábeis implica diretamente na necessidade de se entender como tais incentivos interagem. Este cenário comporta diversos incentivos aos agentes das companhias, sendo decompostos em grupos de características semelhantes, sendo eles: motivações vinculadas ao mercado de capitais, motivações contratuais e motivações regulares considerando custos políticos. Neste sentido, a pesquisa possui o seguinte questionamento: Existem incentivos múltiplos associados ao gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras? A classificação deste trabalho é exploratória quanto à abordagem do problema, bibliográfica e documental quanto aos procedimentos, além de ser quantitativa, mediante a utilização de ferramentas estatísticas. Para atender aos objetivos da pesquisa, foi utilizado o modelo econométrico proposto por Paulo (2007). A amostra estudada compreende 315 companhias listadas na BM&FBovespa que apresentaram dados capazes de permitir a estimação do total de accruals destas mesmas companhias. Os incentivos testados para efeito de estimação do comportamento conjunto foram a suavização de resultados, a não divulgação de perdas e os incentivos contábeis vinculados ao nível de endividamento total da companhia. O período analisado compreende os anos de 2001 a 2010. Os resultados auferidos evidenciam o comportamento individual e conjunto dos incentivos ao gerenciamento dos resultados contábeis das companhias. Apesar de terem sido encontradas evidências de comportamento oportunístico nas empresas da amostra, foi demonstrando que os incentivos considerados não concorrem de forma significativa ao gerenciamento de resultados contábeis da amostra no período citado, nem de forma isolada, nem de forma conjunta. É importante mencionar que existe uma correlação negativa (ainda que insignificante) somente entre os incentivos conjuntos de não divulgação de perdas e incentivos contábeis vinculados ao nível de endividamento das companhias.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados contábeis. Discricionariedade. *Accruals*.

ABSTRACT

The process of detecting earnings management directly implies the need to understand how these incentives interact. This scenario includes various incentives to the agents of the companies. These incentives can be decomposed into groups with similar characteristics, as follows: motivations linked to the capital markets, contractual reasons and regular motivations including political costs. In this sense, the research tries to answer the following question: Does exist multiple associated incentives to the earnings management in Brazilian companies? According to approach for the problem, this study is exploratory. It can be also classified as bibliographical and documental for the procedures and, furthermore, quantitative, due the use of statistical tools. To reach the research objectives, it was used the econometric model proposed by Paulo (2007). The sample comprises 315 companies listed on BM&FBovespa, which present evidences that allow to estimate the total of accruals of these companies. The incentives tested to estimate the group behavior were smoothing results, non-report of losses and financial incentives linked to the level of total indebtedness of the company. The sample data were collected from 2001 to 2010. The results show the behavior of individual and group incentives for earnings management companies. It was found evidences of opportunistic behavior in the sample. However, it was demonstrated that listed incentives (isolated or in groups) don't contribute significantly to the earnings management results of the sample during the mentioned period. It is important to mention that there is a negative correlation (albeit insignificant) only among the incentives for non-disclosure of losses and financial incentives linked to the level of indebtedness of companies.

Keywords: Earnings management. Discretionary. *Accruals*.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CSLL	Impostos e contribuições federais como a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FAS	<i>Financial Accounting Standard</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
ICMS	Impostos sobre Circulação de Mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual, intermunicipal e de comunicação
IE	Índice de Eckel
IPI	Imposto sobre o Produto Industrializado
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
ISSQN	Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza
NYU	<i>New York University</i>
PASEP	Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIS	Contribuição para o Programa de Integração Social
RIR	Regulamento do Imposto de Renda
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis	20
Quadro 2 – Receitas arrecadadas pela Secretaria da Receita Federal, de 2009 a 2012.....	25
Quadro 3 – Seleção de incentivos estudados.....	27

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Formação da amostra da pesquisa	35
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal dos custos de produção	36
Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal das despesas operacionais	36
Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal dos fluxos de caixa operacionais	37
Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis de estimação dos <i>accruals</i>	37
Tabela 6 - Estimação do comportamento anormal dos custos de produção	38
Tabela 7- Estimação do comportamento anormal das despesas operacionais.....	39
Tabela 8 - Estimação do comportamento anormal dos fluxos de caixa	40
Tabela 9 - Estimação do comportamento anormal dos fluxos de caixa	41
Tabela 10 - Estimação isolada dos incentivos hipotéticos	42
Tabela 11 - Estimação dos incentivos isolados no modelo adotado	43
Tabela 12 - Estimação de hipóteses conjuntas	44
Tabela 13 - Análise de correlação de hipóteses conjuntas	44
Tabela 14 - Estimação do modelo em conjunto com as hipóteses de pesquisa.....	45

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	15
1.2	OBJETIVOS.....	16
1.2.1	Objetivo Geral.....	16
1.2.2	Objetivos Específicos.....	16
1.3	JUSTIFICATIVA.....	16
1.4	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	18
2.1	GERENCIAMENTO DOS RESULTADOS CONTÁBEIS.....	18
2.2	MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS..	19
2.2.1	Motivações Vinculadas ao Mercado de Capitais.....	20
2.2.2	Motivações Contratuais.....	22
2.2.3	Proteção de Mercado e Fiscalização Corporativa.....	23
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	26
3.1	TIPO DE PESQUISA.....	26
3.2	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA.....	26
3.3	PLANO AMOSTRAL.....	30
3.4	DEFINIÇÃO DOS MODELOS EMPREGADOS E VARIÁVEIS OPERACIONAIS	30
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	35
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS.....	35
4.2	ANÁLISE DA ESTIMAÇÃO DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS.....	38
4.3	ANÁLISE DA DETECÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS.....	42
4.3.1	Análise da detecção do gerenciamento de resultados de forma isolada.....	42
4.3.2	Análise da detecção do gerenciamento de resultados de forma simultânea (múltiplos incentivos).....	44
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	46
	REFERÊNCIAS.....	48

1 INTRODUÇÃO

Os problemas de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), podem ser definidos como sendo "um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente". Neste sentido, as relações contratuais corporativas demandam soluções para este problema, o que tem se revelado uma constante procura por mecanismos de mensuração baseados em números contábeis.

Diante dos conflitos de agência, alternativas de remuneração para os gestores, criação de comitês gestores e outros mecanismos de governança corporativa foram desenvolvidos para minimizar os problemas relacionados aos interesses particulares dos gestores das companhias, bem como os possíveis custos que seriam incorridos com a existência de relações conflituosas entre as partes interessadas na firma.

Conforme citado por Jensen e Meckling (1976), como o agente e o principal são maximizadores de um mesmo resultado, existem motivos para se acreditar que o contrato no qual se estabelece a delegação de autoridade da parte principal para o agente, nem sempre conduzirá ao objetivo primordial da empresa, que é a execução de atividades que favoreçam os interesses do principal.

Nesse contexto, o relacionamento de agência constitui-se como um conjunto de transações, em que o julgamento das informações reportadas por números contábeis pode ser utilizado como base contratual (SCHIPPER, 1989). Diversas são as maneiras pelas quais os resultados citados no contexto acima podem afetar a interpretação dos *stakeholders*, sendo consenso entre diversos autores (MARTINEZ, 2001; BALL & SHIVAKUMAR, 2005; PAULO, 2007; GONG *et alii*, 2008; DECHOW *et alii* 2010) que o gerenciamento de resultado contábil não constitui em si uma forma de fraude, mas sim, um ato discricionário que toma por base o entendimento do arcabouço normativo.

O processo de detecção de gerenciamento de resultados contábeis no cenário descrito implica diretamente na necessidade de se entender como estes incentivos (ou motivos) se comportam entre si. Cenário este que, de acordo com Martinez (2001), se caracteriza pela composição dos seguintes grupos de incentivos:

a. Motivações vinculadas ao mercado de capitais: a motivação neste caso está ligada à existência da análise fundamentalista como ferramenta de avaliação de riscos de investimentos em companhias abertas. Logo, a apresentação de melhores índices de avaliação seria o incentivo principal;

- b. Motivações contratuais: a escolha destas motivações implica em efeitos econômicos, em que os incentivos contratuais contribuem para o gerenciamento de resultados contábeis;
- c. Motivações regulares e custos políticos: neste caso, os incentivos são para amenizar resultados excessivamente positivos auferidos pelas companhias, considerando os riscos e custos políticos, por exemplo, da alegação por parte de companhias de setores concorrentes relativa à possível existência de cartéis.

Entende-se que a emissão de informações contábeis gerenciadas é condizente com a discricionariedade que se pode encontrar na flexibilidade da regulamentação contábil, na inexistência de normas que definam o reconhecimento contábil de determinados instrumentos etc. Ou seja, existem lacunas nas quais o correto discernimento daquilo que se demonstra como resultado contábil fidedigno é delegado ao gestor da informação contábil que, por sua vez, encontra o espaço para agir em função das motivações que originam a discricionariedade.

Como exemplo, pode-se citar o caso das normas norte-americanas para reconhecimento de instrumentos de *hedge*, inicialmente propostas pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB) através do FAS 133 (*Financial Accounting Standard*), com previsão para implementação a partir de julho de 1999, mas que fora adiada, devido às dificuldades de adaptação do mercado. Neste caso, o relatório elaborado pelas empresas poderia conter demasiado julgamento profissional daquilo que ora se pretende apresentar, em virtude da falta de uniformidade.

Para Lo (2007), o gerenciamento de resultados contábeis ultrapassa questões de qualidade da informação reportada pela mensuração, tendo em vista que um arcabouço normativo fraco corrobora a perda do valor informativo das demonstrações contábeis.

De forma geral, as pesquisas internacionais e nacionais realizadas têm como foco principal a descrição e detecção dos incentivos à discricionariedade dos gestores ou mesmo de fatores institucionais para o gerenciamento de resultado contábil, o que comumente contempla os seguintes itens de estudo detalhados para os três grupos inicialmente citados (MARTINEZ, 2001):

- a. Incentivos Contratuais:
 - Contrato de dívida (*lending agreements*);
 - Contratos de compensação de executivos;
 - Negociação de convenções coletivas de trabalho;
 - Contratos implícitos e *stakeholders costs*.
- b. Incentivos do Mercado de Capitais:
 - Melhora de termos em lançamento em uma IPO;

- Busca de financiamento externo com o lançamento de títulos;
 - Evitação de perdas e manutenção da continuidade dos resultados;
 - Atenção às perspectivas de lucros dos acionistas;
 - Pagamento regular de dividendos aos acionistas.
- c. Incentivos Reguladores:
- Processos políticos;
 - Proteção de mercados (restrições alfandegárias);
 - Empresas que estão sendo investigadas.

Arya *et alii* (1998) alerta, entretanto, que os estudos sobre gerenciamento de resultados estão focados em um único instrumento de gerenciamento e que podem ocorrer duas ou mais situações independentes de conduzam à prática discricionária. Nesse sentido, apesar de a preocupação principal do trabalho ser a qualidade das estimativas dos *accruals* discricionários, Paulo (2007, p. 142) considera que “pode existir mais de um incentivo para que os gestores se comportem oportunisticamente, interferindo assim no processo de mensuração e evidenciação dos números contábeis”. Adicionalmente, o autor acrescenta que a manipulação das informações contábeis envolve custos e restrições relacionadas à prática discricionária (PAULO, 2007, p. 142).

Diante dessas duas suposições, bem como outras descritas no próprio trabalho, Paulo (2007, p. 145) descreve analiticamente um modelo de detecção de gerenciamento de resultados contábeis que incorpora dois ou mais incentivos e os custos (ou restrições) envolvidos na prática discricionária dos gestores. Contudo, o referido autor não desenvolveu análise empírica sobre o referido modelo.

Portanto, pode-se considerar que nenhum dos estudos citados buscou, formalmente, evidências empíricas sobre a existência ou não de incentivos simultâneos para o gerenciamento de resultados contábeis, ou ainda, se em casos particulares que apresentem restrições à prática discricionária.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante da relevância das informações contábeis para o mercado e considerando o cenário descrito acima, é de fundamental importância investigar como os incentivos ao gerenciamento de resultados contábeis ocorrem, sugerindo-se o seguinte problema de pesquisa:

Existem incentivos múltiplos associados ao gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras?

1.2 OBJETIVOS

Com base no problema de pesquisa levantado anteriormente, descrevem-se os objetivos geral e específicos da seguinte forma:

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral da pesquisa é verificar a existência de incentivos simultâneos para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para melhor entendimento e desenvolvimento deste trabalho, apresentam-se os seguintes objetivos específicos:

- a. Identificar o comportamento discricionário dos números contábeis reportados pelas empresas listadas na BM&FBovespa;
- b. Testar incentivos de características distintas que possam originar gerenciamentos de resultados contábeis nas empresas listadas na BM&FBovespa
- c. Identificar se existem associações entre os incentivos levantados para a prática da discricionariade.

1.3 JUSTIFICATIVA

As limitações impostas aos usuários das informações contábeis que são geradas por atos discricionários dos gestores destas, interferem na relação de custo-benefício para a emissão deste reporte e não privilegia os *stakeholders*, tornando-as inadequadas para o objetivo ao qual deveriam ser concebidas, ou seja, o de prover de forma geral os interesses de potenciais

investidores, financiadores e outros credores, denotando em sua essência interesses não enviesados.

Assim, qualquer estudo que em seu escopo tenha como finalidade o entendimento de como os incentivos para gerenciar resultados contábeis ocorrem em um determinado universo de empresas, poderá não só contribuir para o melhor entendimento de como estas empresas efetuam tais alterações, mas também, será importante na definição de onde surgem estas, além de possivelmente contribuir com a percepção de até que ponto elas podem ou não perdurar.

No contexto brasileiro, as pesquisas anteriores não consideraram formalmente o entendimento de como os incentivos ao gerenciamento de resultado contábil relacionam-se entre si, considerando as hipóteses de combinações múltiplas e/ou restrições entre os incentivos detectados. Dentre as referências citadas por este estudo, pode-se destacar o trabalho de Paulo (2007), que desenvolve um modelo de detecção e análise simultânea de dois ou mais incentivos, incorporando os custos associados. Porém, permanece uma lacuna no que se refere a evidências empíricas sobre esse cenário, o que é considerado como foco no presente estudo.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho está distribuído em cinco capítulos a contar do capítulo 1 que contém a introdução. No segundo capítulo apresenta-se o referencial teórico, no qual foi elaborado um levantamento que contribui com a análise do problema de pesquisa de forma relevante, destacando outras pesquisas que precederam a elaboração desta.

O terceiro capítulo apresenta os procedimentos metodológicos adotados para tratamento do problema de pesquisa, com a delimitação da amostra estudada, os procedimentos de coleta, especificação do tipo de pesquisa adotada e que ferramentas de análise serão utilizadas.

O quarto capítulo dispõe dos resultados auferidos com as análises citadas no terceiro capítulo.

As considerações finais do trabalho, bem como as limitações ao estudo e sugestões para a continuação da pesquisa ou futuras pesquisas ligadas ao tema estão dispostas no quinto capítulo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GERENCIAMENTO DOS RESULTADOS CONTÁBEIS

Considera-se que a divulgação de informações é estabelecida de forma a demonstrar com a maior precisão possível a real situação econômica e financeira da firma. Porém, a utilidade da informação contábil passa inicialmente pelo julgamento dos interessados nela, coexistindo simultaneamente diversas interpretações de um mesmo fato, o que, segundo Paulo (2007) ocorre em virtude do alto nível de complexidade da atividade econômica, operando em um ambiente de incertezas.

Outros fatores favorecem o aparecimento de conflitos de interpretação de uma mesma informação; fatores dos quais se pode citar a assimetria informacional, que é entendida, de acordo com Milgrom e Roberts (1992), como um processo no qual uma das partes da transação não dispõe de toda a informação necessária para o entendimento do que se propõe nas demonstrações contábeis.

Para Dye (2002), a contabilidade pode ser compreendida como um sistema binário que parte do entendimento de que o fato contábil se deve à discricionariedade no registro contábil histórico das companhias e ao foco parcial na percepção do que é mais ou menos vantajoso em determinados momentos.

Durante o processo de elaboração das informações contábeis surgem os incentivos e oportunidades para o gerenciamento de resultados contábeis, que ampliam cenários de assimetria informacional (MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007; CARDOSO & MARTINEZ, 2008). A preocupação com as possíveis “manipulações” dos números contábeis não é um tema novo nas pesquisas na área, pois a falta de credibilidade das demonstrações contábeis levou ao desenvolvimento de pesquisas, conforme cita Baptista (2009):

No final da década de 1990, quando os primeiros modelos desenvolvidos com o propósito de medir o gerenciamento já haviam sido desenvolvidos – entre eles os modelos de Healy (1985), DeAngelo (1986), McNichols e Wilson (1988), Jones (1991), Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995) – Arthur Levitt, então presidente da Security Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, realizou um discurso na Universidade de Nova York (NYU), no qual exteriorizou a preocupação da SEC com a prática do gerenciamento.

Segundo Healy e Wahlen (1999):

O gerenciamento de resultado ocorre quando os gestores utilizam o julgamento em relatórios financeiros e na estrutura de operações para alterar resultados financeiros, para tanto, enganam alguns *stakeholders* (grifo nosso) sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem de números contábeis reportados.

Schipper (2003) menciona que o julgamento profissional apresenta-se como um elemento distintivo no processo contábil, considerando como sendo ato discricionário indispensável à emissão das demonstrações contábeis, ainda que este processo provoque o aumento da assimetria informacional.

Outro fator relevante é o risco moral que pode ser gerado ao incorrer-se em um determinado julgamento profissional, ou seja, o risco de que o mercado e a parte principal não consigam observar as ações do agente, mesmo após o contrato estabelecido entre as partes integrantes do relacionamento de agência, constituindo assim um novo problema de agência (YONG-WON, 2005).

Schipper (1989, p. 92) ainda cita que o gerenciamento de resultado contábil constitui-se em uma “intervenção proposital externa no processo de reporte financeiro, com intenção de obter algum ganho privado”, configurando-se assim em um ato unilateral que, a princípio, parte de uma motivação de igual forma unilateral.

2.2 MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

Por se tratarem de informações que de certo modo sempre demandam julgamento profissional, não se fazem críticas às demonstrações contábeis simplesmente ao se constatar prática de gerenciamento de resultados, mas sim pelo fato que essas mudanças, em sua grande parte, servirem simplesmente para a obtenção de vantagens do ponto de vista financeiro, fiscal e econômico de forma geral (SANTOS *et alii*, 2011). O quadro a seguir evidencia alguns dos motivos pelos quais as empresas gerenciam resultados:

Quadro 1 – Incentivos para o gerenciamento de resultados contábeis

MOTIVAÇÕES	OBJETIVOS GERAIS	OBJETIVOS ESPECÍFICOS
Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais	Modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa	<ul style="list-style-type: none"> – Buscar financiamento externo, como lançamento de títulos; – Evitar perdas e manter a continuidade dos resultados; – Atender expectativas de lucro dos analistas; – Pagar dividendos aos acionistas.
Motivações contratuais	Monitorar e regular os contratos entre a empresa e os grupos de interesse (<i>stakeholders</i>)	<ul style="list-style-type: none"> – Contrato de dívida (<i>leading agreements</i>); – Contratos de compensação de executivos, para garantir remuneração a partir de bônus condicionados a lucros; – Negociação de convenções coletivas de trabalho; – Contratos implícitos e <i>stakeholders costs</i>; – Para manter acordos pactuados com os credores ou evitar pagar dividendos.
Incentivos regulamentares e custos políticos	Evitar desgastes ao despertar inveja, quando os resultados estão muito elevados ou acima da média de outros setores	<ul style="list-style-type: none"> – Processos políticos; – Proteção de mercado (restrições alfandegárias); – Empresas que estão sendo investigadas.

Fonte: Martinez (2001)

2.2.1 Motivações Vinculadas ao Mercado de Capitais

Uma das principais motivações para o gerenciamento de resultados é a não divulgação de perdas contábeis. O mercado reage fortemente a resultados reportados por demonstrações contábeis, sendo estes positivos ou negativos. Estes últimos, contudo, afetam prejudicialmente a percepção da relação risco-retorno dos investimentos realizados (FERNANDES, 2010). Assim, procura-se, através da prática discricionária, minimizar os aspectos negativos, de forma a contrabalançar riscos, tornando-os moderados ou mesmo não os apresentando.

No que se refere à manutenção de resultados positivos, tal motivação se deve ao fato de que as empresas também buscam apresentá-los, negligenciando evidências de grandes resultados favoráveis e evitando despertar a atenção do mercado ou objetivando proteger seus investidores. Isso aloca resultados positivos de um determinado exercício para períodos futuros, mantendo assim a volatilidade minimizada nos resultados contábeis reportados. Tal manobra é conhecida por *income smoothing*, ou suavização de resultados contábeis (MARTINEZ, 2008).

O ajuste de resultado contábil para avaliação de analistas trata-se de um tipo de incentivo que está relacionado à maneira como o resultado das companhias serão percebidos pelo mercado financeiro. Por meio das análises econômicas e financeiras sobre as demonstrações contábeis, diversas informações positivas podem ser sinalizadas, como manutenção da confiança do mercado ou obtenção de recursos para financiamento.

Os pesquisadores que analisam os incentivos para gerenciamento de resultados relacionados à emissão de títulos no mercado de capitais, a exemplo de Campos (2008) e Brau e Fawcett (2006), evidenciam a prática discricionária baseadas em hipóteses tais como:

- Minimização do custo de capital: para Modigliani e Miller (1963), as empresas são conduzidas à abertura de seu capital, quando há possibilidade de redução do seu custo de capital através do levantamento externo de recursos, baseando-se na assimetria informacional e possível redução de preços das ações;
- Desinvestimento: diversas pesquisas (ANG; BRAU, 2003; MELLO; PARSONS, 2000; ZINGALES, 1995) demonstraram que a Oferta Pública Inicial de Ações pode servir a acionistas que buscam ganhos pessoais, ainda considerando que fornece a oportunidade de saída para a parte principal da companhia segundo Gilson e Black (1998);
- Estratégia de movimento: a estrutura de propriedade da companhia é modificada com um IPO, tornando-se mais larga. Ainda assim, as empresas que o praticam aumentam sua reputação e publicidade, o que pode se refletir nas análises feitas em relação a estas companhias, que, em geral, são enviesadas de forma positiva, aumentando a motivação em oferecer publicamente as ações (BRADLEY; JORDAN; RITTER, 2003; CHEMMANUR; FUGLIERI, 1999; MAKSIMOVIC; PICHLER, 2001);
- Rebalanceamento de estrutura de capital: como citado acima, um IPO pode modificar a estrutura de capital da companhia. Sendo assim, a empresa optante poderá não apenas alterar sua estratégia de movimento, mas também considerar como motivação o simples rebalanceamento de sua estrutura de capital (PAGANO; PANETA; ZINGALES, 1998);
- *Underpricing*: dentre as motivações que levam as companhias a emitirem ações publicamente, a modalidade *underpricing* está vinculada à tentativa de manutenção de uma determinada faixa de preços desejáveis em relação às ações emitidas. Neste contexto, não se considera apenas a tentativa do agente em manter o preço das ações, mas também, dos subscritores, que agem de má-fé para alocar

preços abaixo do preço de mercado e poderem obter ganhos adicionais revertendo suas posições em momentos subsequentes (REUTER, 2006). Nesse contexto, pode-se inferir que o gerenciamento do resultado contábil para alavancar o preço das ações após análise do mercado compõe uma tentativa de evitar prejuízos com as oscilações que possam ocorrer em função do *underpricing* praticado pelos subscritores.

2.2.2 Motivações Contratuais

A remuneração de agentes baseada em resultados tem o objetivo de minimizar conflitos de agência, vinculando-a aos resultados positivos. Considera-se que, para manutenção do alto nível de remuneração (prêmios) e baseando parte de seus rendimentos em *stock options* das companhias que administram, os agentes tendem a alinhar-se mais aos objetivos da parte principal, agindo em cumprimento aos interesses destes (NUNES; MARQUES, 2005). Em estudo realizado por Mahmudi e Gao (2008) apresentam-se resultados que confirmam que em boa parte dos casos o que acontece na verdade possivelmente originaria outro problema de agência, o *backdating* (compra retroativa de ações a valores que mais convêm aos dirigentes da companhia). Ao manterem o valor de remuneração dos seus agentes atrelados às oscilações de valores das ações ou *stock options*, as companhias abrem um precedente para o gerenciamento destes pagamentos em relação à retroação da data escolhida para referenciá-los. Para Mahmudi e Gao (2008), incentivos de remuneração estão normalmente atrelados a oscilações de preços de ações, sendo estas anormalmente negativas antes da concessão, bem como anormalmente positivas após a concessão da remuneração baseada em opções de compra de ações da companhia.

Existem ainda evidências empíricas de que os gestores se utilizam de instrumentos de gerenciamento de resultados contábeis com o intuito de diminuir os custos de violações de termos contratuais. Diversos outros trabalhos (GUAY, 2008; NIKOLAEV, 2010; LOWERY & WARDLAW, 2011; MAO, 2011;) confirmam a existência da prática discricionária com o intuito de adequar as demonstrações reportadas pelas companhias aos termos contratuais entre as partes (credores e empresas tomadoras). A este respeito, destaca-se o trabalho de Mao (2011), que evidenciou que as regras contratuais são muito restritivas para incentivar o esforço gerencial em relação aos resultados contábeis divulgados, concluindo que a delegação

do acompanhamento de investimentos aos detentores das dívidas pode corroborar medida ideal entre esforços gerenciais e regras contratuais de investimento em estruturas de capital.

2.2.3 Proteção de Mercado e Fiscalização Corporativa

As motivações referentes ao monitoramento de agências reguladoras estão fortemente atreladas no Brasil ao modelo de concessões públicas adotado pelo governo para gestão de determinados serviços (Lei nº 8.987/95). Neste modelo as empresas privadas concorrem através de licitações públicas para obtenção de uma determinada concessão e, por consequência, poder operar na prestação de serviços à população, como em atividades de transportes, fornecimento de energia elétrica, saúde etc., sendo reguladas pelas agências, em suas políticas tarifárias.

Para ilustrar a metodologia utilizada por estas empresas para incorrerem no gerenciamento de resultados, pode-se citar o caso da regulação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). O modelo de gestão para fiscalização e monitoramento das empresas que trabalham nesta concessão utiliza a metodologia *Price Cap* (MATTOS, 2009; TOZZINI, 2006), segundo a qual a própria ANEEL estabelece um valor de teto para a tarifação do cliente final, corrigido pela inflação e descontado em um índice de produtividade pré-definido. Desta forma, as empresas podem ou não, comprovar seus ganhos em produtividade e serem beneficiadas com ganhos econômicos que são parcialmente compartilhados com os usuários finais.

O mecanismo de atualização das tarifas pode ocorrer de três formas: reajuste tarifário anual, revisão tarifária periódica e revisão tarifária extraordinária. Essas três modalidades têm como princípios, restabelecer o poder de compra das receitas obtidas pelas concessionárias, corrigir desvios de capacidade de investimentos das empresas e manter o equilíbrio financeiro dos contratos. Para auferir as limitações tarifárias a serem concedidas, a ANEEL considera a receita requerida para cobrir os custos da empresa, que por sua vez, dividem-se em duas categorias (ANEEL, 2005):

- Custos gerenciáveis: somam aproximadamente 30% do valor tarifário e são compostos essencialmente por custos operacionais, custo de capital e reposição de ativos depreciados;

- Custos não gerenciáveis: somam aproximadamente os 70% restantes do valor da tarifa e são compostos pelo valor de compra da energia elétrica, impostos e custos de uso do sistema de transmissão.

Diversos estudos anteriores (PAULO, 2007; NARDI, 2008; REZENDE & NAKAO, 2010; FORMIGONI *et alii*, 2012) relacionam a motivação ao gerenciamento de resultados contábeis com a busca pela redução da carga tributária das companhias. Paulo (2007) alerta que no Brasil os impostos e contribuições incidem em duas modalidades específicas:

- Sobre as receitas brutas: Impostos e contribuições federais, tais como Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico incidente sobre as operações realizadas com combustíveis (Cide), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), Contribuição para o Programa de Integração Social / Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP) e Imposto sobre o Produto Industrializado (IPI). Além destes, figuram na esfera de Competência Estadual e Municipal os Impostos sobre Circulação de Mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual, intermunicipal e de comunicação (ICMS), Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISSQN).
- Sobre o resultado líquido da companhia: Impostos e contribuições federais como a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e o Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ).

A despeito do que acontece em outros países, em que apenas o resultado líquido é principal fator gerador da tributação, através do Quadro 2 percebe-se que, no caso brasileiro, existe uma maior concentração da tributação nos valores relativos às entradas de recursos brutos nas empresas do que de arrecadação de impostos e contribuições incidentes sobre o resultado líquido, gerando um ambiente propício para o gerenciamento dos números contábeis como uma subavaliação das receitas. Não há tentativa de manipulação nos números de forma positiva, o que pode contrastar com outros incentivos, tais como aqueles relativos às motivações vinculadas ao mercado de capitais.

Quadro 2 – Receitas arrecadadas pela Secretaria da Receita Federal, de 2009 a 2012¹.

Período	Categoria	Valor (em milhões de R\$)	Percentual
2009	S/Receita Bruta	R\$ 177.671.740	59,73%
	S/Resultado Líquido	R\$ 119.795.684	40,27%
2010	S/Receita Bruta	R\$ 223.656.682	63,89%
	S/Resultado Líquido	R\$ 126.398.910	36,11%
2011	S/Receita Bruta	R\$ 249.401.508	62,27%
	S/Resultado Líquido	R\$ 151.121.051	37,73%
2012 ²	S/Receita Bruta	R\$ 90.816.933	57,35%
	S/Resultado Líquido	R\$ 67.545.813	42,65%

Fonte: Elaboração Própria

Em todos os anos observados no intervalo de 2009 a 2012 por exemplo, foram demonstradas variações percentuais consistentes em relação à forma de tributação de receitas brutas, Mesmo considerando a relevância desta metodologia para arrecadação tributária, os requisitos metodológicos adotados para a pesquisa consideram demais fatores, como os que serão tratados no capítulo referente aos procedimentos metodológicos.

¹ Foram destacados apenas os valores referentes àqueles de receitas realizadas pela Secretaria da Receita Federal.

² Os valores relativos às receitas realizadas em 2012 são atualizados até o dia 01/06/2012.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo serão apresentados os procedimentos metodológicos que foram utilizados para atingir os objetivos listados pela pesquisa. Este capítulo está dividido em quatro partes referentes à tipologia da pesquisa, ao desenvolvimento de hipóteses, ao plano amostral e à definição do modelo de variáveis utilizadas.

3.1 TIPO DE PESQUISA

A descrição da pesquisa obedece a critérios que são classificados pela literatura, conforme citado por Beuren (2008), segundo aspectos diversos, ou seja, quanto ao objetivo a ser alcançado e aos procedimentos e abordagem do problema. Acerca do objetivo, a pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa exploratória, na qual, busca-se um maior conhecimento sobre a temática abordada, neste caso específico, considera as lacunas deixadas pelas pesquisas realizadas anteriormente em relação ao tema. Outro aspecto importante para a caracterização da presente pesquisa como exploratória é a formulação de hipóteses elaboradas com o intuito de agregar maior familiarização com o tema abordado.

Do mesmo modo, a pesquisa caracteriza-se como sendo bibliográfica e documental no que se refere aos procedimentos utilizados. Nesse sentido, é bibliográfica por considerar o levantamento de publicações para constituição do referencial teórico, como artigos, livros e publicações eletrônicas acerca do tema estudado, reunindo conhecimento suficiente para a formulação das hipóteses de pesquisa. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa caracterizou-se como sendo de natureza quantitativa, visto que emprega ferramentas estatísticas em relação ao tratamento dos dados à medida que busca manter uma margem de segurança em relação às interferências que foram realizadas. Além disso, a pesquisa também se caracterizou pela busca da compreensão de aspectos de vivências sociais, que, segundo Richardson (1999, p. 80), implica em um “maior nível de profundidade do entendimento das particularidades do comportamento de indivíduos”.

3.2 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Para Beuren (2008), as hipóteses de pesquisa têm o papel de orientá-la, devendo ser constituídas de forma lógica para efetiva verificação com fins à comprovação destas, que são

soluções provisórias ao problema. Conforme define a autora, é prerrogativa na formulação da hipótese que se tenha conhecimento prévio de pesquisas anteriores, bem como do arcabouço teórico que cerca o tema.

Com o objetivo de atender à proposta da pesquisa, as hipóteses levantadas dizem respeito às possíveis combinações de incentivos ao gerenciamento de resultados contábeis a serem detectados pelo modelo operacional de estimação de *accruals* discricionários, com o intuito de se verificar a possibilidade de combinações e/ou restrições entre estes.

Considerando o universo de possibilidades de incentivos ao gerenciamento de resultados contábeis, bem como a disposição de dados relativos aos incentivos distintos, três destes foram selecionados para análise empírica:

Quadro 3 – Seleção de incentivos estudados

MOTIVAÇÕES VINCULADAS AO MERCADO DE CAPITAIS	MOTIVAÇÕES CONTRATUAIS	MOTIVAÇÕES REGULAMENTARES E CUSTOS POLÍTICOS
Evitação de perdas e manutenção da continuidade dos resultados	Contrato de dívida (<i>leading agreements</i>)	Processos políticos

Fonte: Elaboração própria.

Para verificar a existência de incentivos múltiplos e restrição ao comportamento oportunístico, inicialmente foram testados alguns dos principais incentivos. Um destes principais incentivos para o gerenciamento dos resultados contábeis é afetar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa, sendo que uma das principais práticas é a suavização dos resultados, conforme descrito anteriormente. Então, descreve-se a primeira hipótese de pesquisa da seguinte forma:

Hipótese 1: O gerenciamento de resultados contábeis das companhias abertas brasileiras é explicado pela suavização dos lucros.

Com intuito de testar a primeira hipótese, este trabalho utilizou o Índice de Eckel (IE), metodologia adotada nos trabalhos de Almeida (2010), Almeida *et alii* (2012), Barros (2012), Castro e Martinez (2009), Torres *et alii* (2009) e Baioco, Almeida e Rodrigues (2011), sendo descrito da seguinte forma:

$$CV\Delta\%Lucro \leq CV\Delta\%Vendas = \text{Suavização de resultados} \quad (1)$$

em que:

$\Delta\% \text{Lucro} = \text{Oscilação anual do lucro (Lucro líquido}_t - \text{Lucro líquido}_{t-1} / \text{Lucro líquido}_t)$;

$\Delta\% \text{Vendas} = \text{Oscilação anual das vendas (Receita}_t - \text{Receita}_{t-1} / \text{Receita}_t)$;

$CV(x) = \sigma(x) / \mu(x)$.

Conforme a metodologia adotada por Chalayer (1994), foram excluídas as companhias classificadas com o IE superior a 0,9 e inferior a 1,10, sendo estas consideradas na área de impossibilidade para definição de utilização ou não de gerenciamento de resultados contábeis, apresentando-se o modelo da seguinte forma:

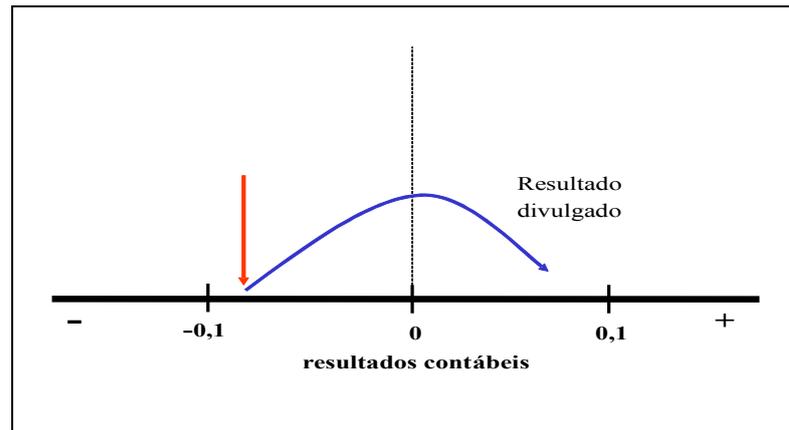
$$0,90 \leq \left| \frac{CV\Delta\% \text{LucroLíquido}}{CV\Delta\% \text{Vendas}} \right| \leq 1,10 \quad (2)$$

Outro incentivo para o gerenciamento dos resultados contábeis, também ligado ao mercado de capitais, é a não divulgação de perdas contábeis. Descreve-se, assim, a segunda hipótese de pesquisa:

Hipótese 2: O gerenciamento de resultados contábeis das companhias abertas brasileiras é explicado pela não divulgação de perdas.

Nesta pesquisa segue-se o modelo utilizado por Burgstahler e Dichev (1997), Phillips, Pincus e Rego (2003) e Paulo, Corrar e Martins (2007), em que o INC_{ti} será igual a 1 se a empresa i informar resultados contábeis ponderados pelo ativo total, no ano t , dentro do intervalo $[0 ; 0,1]$; ou igual a 0 se a variação estiver no intervalo $[-0,1 ; 0]$. Esses modelos propostos partem da suposição de que as empresas teriam incentivos para gerenciar resultados a fim de evitar a divulgação de resultados negativos pequenos, alterando-os para que fossem apresentadas melhorias nos seus desempenhos, conforme a Figura 1.

Figura 1 – Gerenciamento de resultados negativos



Fonte: Paulo, Corrar e Martins (2007, p. 51)

Um terceiro incentivo para gerenciamento de resultados seria evitar-se a quebra de cláusulas contratuais. Assim, tem-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3: O gerenciamento de resultados contábeis das companhias abertas brasileiras é explicado pelas motivações contábeis.

A investigação de associação entre cláusulas contratuais e comportamento discricionário é realizada por meio do nível de endividamento (COELHO & LIMA, 2009; COELHO & LOPES, 2007; MAPURUNGA *et alii*, 2011). O nível de endividamento total (ET) é calculado da seguinte forma:

$$ET_{it} = DT_{it} / PL_{it} \quad (3)$$

em que:

ET_{it} = endividamento total da empresa i no final do período t ;

DT_{it} = dívida total de longo prazo (empréstimos e financiamentos) da empresa i no final do período t ;

PL_{it} = patrimônio líquido da empresa i no final do período t .

Por fim, considerando que o estudo objetiva analisar a possibilidade de associação entre os incentivos listados, sugeriu-se uma quarta hipótese de estudo, que consiste em:

Hipótese 4: Os incentivos listados para a pesquisa não concorrem entre si, pouco evidenciando restrições quanto à suas associações, dificultando a verificação de impossibilidades neste processo.

3.3 PLANO AMOSTRAL

A pesquisa utilizou uma perspectiva de estudo baseada em um corte transversal ou seccional, considerando que os dados foram coletados em um determinado ponto no tempo, extraindo-se a amostra de identificação da população pesquisada. Segundo Richardson (1999), após a identificação da população, as informações são coletadas e quantificadas para tratamento por meio estatístico.

A população selecionada para este estudo foi composta por empresas não financeiras do mercado de capitais aberto brasileiro, levando-se em conta o corte transversal que se inicia no ano de 2001 e vai até o ano de 2010. A exclusão de empresas financeiras deve-se ao fato de sua legislação específica poderia distorcer a análise dos dados, considerando que tais companhias já adotavam alguns procedimentos contábeis que apenas seriam adotados pelas demais com o advento da lei 11.638/07.

As informações necessárias às análises da pesquisa foram coletadas dos bancos de dados Economática, Reuters e da BM&FBovespa. Para compor os dados coletados para a pesquisa, foram desconsideradas as empresas que apresentaram dados incompletos relativamente ao intervalo de anos pesquisados.

3.4 DEFINIÇÃO DOS MODELOS EMPREGADOS E VARIÁVEIS OPERACIONAIS

Paulo (2007, p. 145) especificou um modelo com incentivos múltiplos associados ao gerenciamento de resultados contábeis através dos *accruals* discricionários contábeis, que é descrito da seguinte forma:

$$AM_t = \theta_0 + \sum_j \theta_{1,j} (AMInc_{it,j}) + \sum_k \theta_{2,k} (AMCustos_{it,k}) + \sum_{k=1}^k \gamma_k X_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que:

AM_t = manipulação dos resultados contábeis através dos *accruals* por parte da empresa no período t ;

$AMInc_{it}$ = conjunto de variáveis particionadas que capturam os incentivos j supostos para o gerenciamento dos *accruals* pela empresa i no período t ;

$AMCustos_{it}$ = conjunto dos custos k associados à prática de gerenciamento dos *accruals* pela empresa i no período t ;

- X_{it} = outros fatores que influenciam o comportamento dos *accruals* discricionários da empresa i no período t ;
- $\varepsilon_{i,t}$ = fatores aleatórios não relacionados à hipótese específica de gerenciamento de resultados da empresa i no período t .

Observa-se que o referido modelo contempla os custos associados à prática discricionária, mas que não foi testado diretamente nesta pesquisa. Considerando as hipóteses descritas anteriormente, tem-se o seguinte modelo operacional para testar os três primeiros incentivos de gerenciamento de resultados através dos *accruals*:

$$AM_{it} = \theta_0 + \sum_j \theta_{1,j} (Inc_{it,j}) + \sum_{k=1}^k \gamma_k X_{kt} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

em que:

- AM_{it} = manipulação dos resultados contábeis através dos *accruals* por parte da empresa i no período t ;
- Inc_{it} = conjunto de variáveis particionadas que capturam os incentivos j supostos para o gerenciamento dos *accruals* pela empresa i no período t ;
- X_{it} = outros fatores que influenciam o comportamento dos *accruals* discricionários da empresa i no período t ;
- $\varepsilon_{i,t}$ = fatores aleatórios não relacionados à hipótese específica de gerenciamento de resultados da empresa i no período t .

A variável que representa a manipulação dos resultados contábeis através dos *accruals* por parte da empresa i no período t (AM_{it}) tem como a *proxy* mais utilizada os *accruals* discricionários (AD_{it}). Existem diversos modelos para estimar os *accruals* discricionários, porém, nesta pesquisa, será utilizado o modelo proposto por Paulo (2007), descrito da seguinte forma:

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 R_{it} + \beta_2 CD_{it} + \beta_3 AI_{it} + \beta_4 AInt_{it} + \lambda_1 FCO_{it} + \lambda_2 E_{it} + \lambda_3 E_{it}^2 + \lambda_4 \Delta E_{it-1} + \lambda_5 D\Delta E_{it-1} + \lambda_6 \Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1} + \lambda_7 TA_{it-1} + \gamma_1 ab_Prod_{it} + \gamma_2 ab_DO_{it} + \gamma_3 ab_CFO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

em que:

- TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;
- R_{it} = receitas das vendas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- CD_{it} = custos e despesas operacionais da empresa i no período t , excetuando-se as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- AI_{it} = ativo imobilizado da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- $AInt_{it}$ ³ = ativo intangível da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- E_{it} = resultado contábil da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;
- ΔE_{it-1} = variação no lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-2$ para o ano $t-1$, ponderada pelo valor do ativo total no início do ano $t-2$;
- $D\Delta E_{it-1}$ = variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-2$ para o ano $t-1$, assumindo valor 1 se $\Delta NI_{it} < 0$, e 0 nos demais casos;
- TA_{t-1} = *accruals* totais da empresa i no período $t-1$, ponderados pelos ativos totais no final do período $t-2$;
- Ab_Prod_{it} = comportamento anormal dos custos de produção da empresa i no período t ;
- Ab_DO_{it} = comportamento anormal das despesas operacionais da empresa i no período t ;
- Ab_CFO_{it} = comportamento anormal dos fluxos de caixas operacionais da empresa i no período t ;
- ε_{it} = termo de perturbação estocástica;
- $\alpha, \beta's, \lambda's$ e $\gamma's$ = coeficientes estimados da regressão.

Para se estimar o comportamento anormal dos custos de produção ($Prod_{it}$), utilizou-se o modelo descrito nos trabalhos de Gunny (2005), Zang (2005), Roychowdhury (2006) e Paulo (2007):

³ Em virtude da alteração da legislação societária através da Lei nº 11.638/07, incluindo o intangível no grupo do ativo não-circulante, esta alteração do modelo original descrito por Paulo (2007) foi necessária para que tal saldo fosse representado em sua totalidade nas amostras dos anos subsequentes ao da alteração legal.

$$Prod_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (R_{it}) + \beta_2 (\Delta R_{it}) + \beta_3 (\Delta R_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

em que:

$Prod_{it}$ = custos de produção da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

A_{t-1} = ativo total da empresa i no período t ;

R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔR_{it-1} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-2$ para o período $t-1$, ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

$\alpha_0, \alpha_1, \beta_1$ e β_2 = coeficientes estimados da regressão.

Já a apuração do comportamento anormal das despesas operacionais (excluídos os gastos com pesquisas e desenvolvimento) foi estimada da seguinte forma (GUNNY, 2005; ZANG, 2005; PAULO, 2007):

$$\text{Log} \left(\frac{DO_{it}}{DO_{it-1}} \right) = \alpha_0 + \beta_1 \text{Log}(R_{it}) + \beta_2 \text{Log}(R_{it}) \times DR_{it} + \beta_3 \text{Log}(R_{it-1}) + \beta_4 \text{Log}(R_{it-1}) \times DR_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

em que:

DO_{it} = despesas operacionais da empresa i no período t ;

DO_{it-1} = despesas operacionais da empresa i no período $t-1$;

R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelas receitas líquidas no período $t-1$;

DR_{it} = variável *dummy*, que indica o decréscimo das receitas líquidas da empresa i no período t , se $R_{it} < R_{it-1}$, então, assume o valor '1', nos demais casos, assume valor '0';

R_{it-1} = receitas líquidas da empresa i no período $t-1$, ponderadas pelas receitas líquidas no período $t-2$;

DR_{it-1} = variável *dummy*, que indica o decréscimo das receitas líquidas da empresa i no período $t-1$, se $R_{it-1} < R_{it-2}$, então, assume o valor '1', nos demais casos, assume valor '0';

$\alpha_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 = coeficientes estimados da regressão.

Por fim, o fluxo de caixa operacional tem seu comportamento anormal obtido pelo resíduo da seguinte equação (ROYCHOWDHURY, 2006; PAULO, 2007):

$$CFO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 (R_{it}) + \beta_2 (\Delta R_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

em que:

CFO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$;

R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$;

$\alpha_0, \alpha_1, \beta_1$ e β_2 = coeficientes estimados da regressão.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Inicialmente, realizou-se uma análise descritiva do conjunto de observações. Conforme descrito no Capítulo 3 (Procedimentos metodológicos), o conjunto de companhias listadas no mercado de capitais brasileiros, formou a população desta pesquisa. As informações necessárias foram coletadas nos bancos de dados da Bovespa (BM&FBovespa), Thomson Reuters e das demonstrações contábeis publicadas pelas empresas, compreendendo o período de 2001 a 2010. A formação do universo amostral da pesquisa está descrita na tabela abaixo.

Tabela 1 - Formação da amostra da pesquisa

Total de empresas presentes nos bancos de dados, de acordo com as especificações da pesquisa	484 ⁴
Empresas do setor financeiro, previdenciário e outras	(121)
Falta de informações	(48)
Amostra	315

Fonte: Elaboração própria

Conforme descrito na Tabela 1, as empresas que compõe os grupos dos setores financeiros e previdenciários, bem como aquelas que não apresentaram dados suficientes à estimação de *accruals* discricionários, foram excluídas da amostra desta pesquisa.

Com o intuito de se verificar a normalidade das amostras, foi utilizado o teste de Jarque-Bera, assim, pôde-se analisar dentro do período citado, a existência de evidências estatísticas que rejeitam ou não a normalidade das variáveis nas quatro etapas distintas que compõem o modelo de detecção de gerenciamento de resultados proposto por Paulo (2007). Na primeira destas, o teste foi realizado com as variáveis que detectam o comportamento anormal do custo de produção nas empresas analisadas: custos de produção da empresa i no período t ($Prod_{it}$), inversa do total de ativos da empresa i no período anterior ($1/A_{t-1}$), receita líquida da empresa i no período (R_{it}), variação da receita líquida da empresa i no período (ΔR_{it}) e variação da receita líquida da empresa i no período anterior, considerando um nível de significância estatística de 0,05 (STEVENSON, 2001; FÁVERO, 2010), conforme demonstrado na tabela 2.

⁴ Para constituição desta amostra, considerou-se apenas os dados de demonstrações consolidadas.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal dos custos de produção

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose	Jarque Bera Test		Observações
						Coefficiente	p-value	
$Prod_{it}$	0,659291	0,525127	0,802545	10,52516	231,2798	5049640,	0,000000	2306
$1/A_{t-1}$	2,03E-05	1,21E-06	0,000309	32,92042	1261,340	1,53E+08	0,000000	2306
R_{it}	0,905210	0,734408	0,964350	11,98604	289,9840	7968621,	0,000000	2306
ΔR_{it}	0,142577	0,068706	0,732851	27,17780	937,1133	84123081	0,000000	2306
ΔR_{it-1}	0,122011	0,067540	0,460282	18,11861	565,3297	30509129	0,000000	2306

$$Prod_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \beta_1 (R_{it}) + \beta_2 (\Delta R_{it}) + \beta_3 (\Delta R_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

$Prod_{it}$ = custos de produção da empresa i no período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; A_{t-1} = ativo total da empresa i no período t ; R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$; ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$; ΔR_{it-1} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-2$ para o período $t-1$, ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$; α_0 , α_1 , β_1 e β_2 = coeficientes estimados da regressão.

Fonte: Elaboração própria.

Na primeira análise realizada, considerando o nível de significância estatística de 0,05 pôde-se demonstrar que a amostra não possui uma distribuição normal, o que se repete em relação às variáveis relativas à detecção do comportamento anormal das despesas operacionais das empresas analisadas, conforme evidenciado através da tabela 3.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal das despesas operacionais

	Média	Mediana	Desvio - padrão	Assimetria	Curtose	Jarque Bera Test		Observações
						Coefficiente	p-value	
$\text{Log}(DO_{it}/DO_{it-1})$	0,043381	0,042824	0,160935	-0,085194	25,23442	34710,89	0,0000	1685
$\text{Log} R_{it}$	5,689991	5,736561	0,973889	-0,885409	5,152068	545,3219	0,0000	1685
$\text{Log}(R_{it} \times DR_{it})$	1,223137	0,000000	2,265196	1,415603	3,223339	566,2732	0,0000	1685
$\text{Log} R_{it-1}$	0,058797	0,047841	0,200906	3,887760	79,54032	415554,7	0,0000	1685
$\text{Log}(R_{it-1} \times DR_{it-1})$	0,006057	0,000000	0,086235	-3,452,748	111,6092	831521,8	0,0000	1685

$$\text{Log}(DO_{it}/DO_{it-1}) = \alpha_0 + \beta_1 \text{Log}(R_{it}) + \beta_2 \text{Log}(R_{it}) \times DR_{it} + \beta_3 \text{Log}(R_{it-1}) + \beta_4 \text{Log}(R_{it-1}) \times DR_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

DO_{it} = despesas operacionais da empresa i no período t ; DO_{it-1} = despesas operacionais da empresa i no período $t-1$; R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelas receitas líquidas no período $t-1$; DR_{it} = variável *dummy*, que indica o decréscimo das receitas líquidas da empresa i no período t , se $R_{it} < R_{it-1}$, então, assume o valor '1', nos demais casos, assume valor '0'; R_{it-1} = receitas líquidas da empresa i no período $t-1$, ponderadas pelas receitas líquidas no período $t-2$; DR_{it-1} = variável *dummy*, que indica o decréscimo das receitas líquidas da empresa i no período $t-1$, se $R_{it-1} < R_{it-2}$, então, assume o valor '1', nos demais casos, assume valor '0'; α_0 , β_1 , β_2 , β_3 e β_4 = coeficientes estimados da regressão.

Fonte: Elaboração própria.

Com relação às variáveis da equação que capta os resíduos do comportamento anormal do fluxo de caixa das empresas analisadas, pôde-se constatar o mesmo tipo de distribuição das variáveis encontradas nas estimações anteriores, considerando sua anormalidade, conforme evidencia a tabela 4.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis do comportamento anormal dos fluxos de caixa operacionais

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose	Jarque Bera test		Observações
						coeficiente	p-value	
CFO_{it}	0,128729	0,079681	3,327648	44,26762	2074,486	4,09E+08	0,000000	2284
$1/A_{t-1}$	0,000460	1,04E-06	0,020926	47,74375	2280,971	4,95E+08	0,000000	2284
R_{it}	0,869704	0,689466	0,818028	4,988113	73,18313	478231,3	0,000000	2284
ΔR_{it}	0,133561	0,065453	0,487244	16,04045	457,4068	19748482	0,000000	2284

$$CFO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(R_{it}) + \beta_2(\Delta R_{it}) + \varepsilon_{it}$$

CFO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$; R_{it} = receitas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$; ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderada pelos ativos totais no final do período $t-1$; α_0 , α_1 , β_1 e β_2 = coeficientes estimados da regressão.

Fonte: Elaboração própria.

A estatística descritiva para as variáveis do modelo proposto por Paulo (2007), para estimação do erro, inclui os resíduos das equações para estimação do comportamento anormal do custo de produção ($Prod_{it}$), despesas operacionais (DO_{it}) e fluxos de caixa (CFO_{it}) das empresas analisadas. Semelhante ao comportamento das variáveis descritas nas equações anteriores, rejeitou-se a normalidade, tanto nesta etapa, quanto em sua aplicação à equação para estimar os *accruals* discricionários, conforme evidencia a tabela 5.

Para Greene (2003) a conveniência da hipótese nula de normalidade com média zero e variância constante não é necessária para obter muitos dos resultados de regressão múltipla, sendo assim, para o modelo proposto por Paulo (2007), este pressuposto é relaxado, considerando também, que em amostras de tamanho suficientemente grande têm aproximadamente distribuição normal (WOOLDRIDGE, 2007).

Tabela 5 - Estatística descritiva das variáveis de estimação dos *accruals*

	Média	Mediana	Desvio-padrão	Assimetria	Curtose	Jarque-Bera test		Observações
						coeficiente	p-value	
TA_{it}	-0,028987	-0,036366	0,166489	-1,785,406	60,24742	147913,7	0,000000	1079
R_{it}	0,958342	0,797289	0,829671	7,483330	130,8249	744654,7	0,000000	1079
CD_{it}	0,882152	0,726873	0,792272	6,908907	114,1180	563693,6	0,000000	1079
AI_{it}	0,428670	0,401829	0,521308	20,60563	575,2266	14797661	0,000000	1079
$AInt_{it}$	0,061536	0,005394	0,207515	14,81574	334,7595	4987785,	0,000000	1079
FCO_{it}	0,085835	0,091599	0,266315	12,79721	326,3092	4728895,	0,000000	1079

(continua)

(conclusão)

E_{it}	0,025347	0,048993	0,193345	-2,760,702	38,80870	59019,00	0,000000	1079
$(E_{it})^2$	0,037990	0,005138	0,225522	19,41093	471,2908	9926955,	0,000000	1079
ΔE_{it-1}	0,240341	0,057295	3,414312	21,55567	598,0077	16000344	0,000000	1079
$D\Delta E_{it-1}$	0,234476	0,000000	0,423868	1,253442	2,571118	290,8089	0,000000	1079
$\Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1}$	-0,102009	0,000000	0,833130	-2,417,748	30,28715	34526,67	0,000000	1079
TA_{t-1}	-0,029563	-0,033073	0,173539	-2,976,181	59,94864	147399,4	0,000000	1079
Ab_Prod_{it}	-0,019248	-0,013939	0,196874	-0,093441	19,33336	11995,50	0,000000	1079
Ab_DO_{it}	0,001195	-0,005362	0,142717	0,467952	22,57188	17261,05	0,000000	1079
Ab_CFO_{it}	-0,031805	-0,009415	0,206895	-0,435397	16,74597	8529,048	0,000000	1079

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 R_{it} + \beta_2 CD_{it} + \beta_3 A_{it} + \beta_4 AInt_{it} + \lambda_1 FCO_{it} + \lambda_2 E_{it} + \lambda_3 (E_{it})^2 + \lambda_4 \Delta E_{it-1} + \lambda_5 D\Delta E_{it-1} + \lambda_6 \Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1} + \lambda_7 TA_{t-1} + \gamma_1 Ab_Prod_{it} + \gamma_2 Ab_DO_{it} + \gamma_3 Ab_CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ; R_{it} = receitas das vendas líquidas da empresa i no período t , ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$; CD_{it} = custos e despesas operacionais da empresa i no período t , excetuando-se as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$; A_{it} = ativo imobilizado da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$; $AInt_{it}$ = ativo intangível da empresa i no final do período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$; FCO_{it} = fluxo de caixa operacional da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$; E_{it} = resultado contábil da empresa i no período t , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$; ΔE_{it-1} = variação no lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-2$ para o ano $t-1$, ponderada pelo valor do ativo total no início do ano $t-2$; $D\Delta E_{it-1}$ = variável *dummy* para indicar se existe variação negativa no lucro líquido contábil da empresa i do ano $t-2$ para o ano $t-1$, assumindo valor 1 se $\Delta NI_{it} < 0$, e 0 nos demais casos; TA_{t-1} = *accruals* totais da empresa i no período $t-1$, ponderados pelos ativos totais no final do período $t-2$; Ab_Prod_{it} = comportamento anormal dos custos de produção da empresa i no período t ; Ab_DO_{it} = comportamento anormal das despesas operacionais da empresa i no período t ; Ab_CFO_{it} = comportamento anormal dos fluxos de caixas operacionais da empresa i no período t ; ε_i = erro da regressão; α , β 's, λ 's e γ 's = coeficientes estimados da regressão.

Fonte: Elaboração própria.

4.2 ANÁLISE DA ESTIMAÇÃO DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Neste item, buscou-se analisar inicialmente as estimações dos resíduos para aplicação no modelo de detecção de gerenciamento de resultados selecionado para a pesquisa. As regressões foram estimadas através da abordagem *pooling of independent cross section*. Nas tabelas 6, 7 e 8 são apresentadas as estimações de resíduos para o comportamento anormal do custo de produção ($Prod_{it}$), despesas operacionais (DO_{it}) e fluxos de caixa (CFO_{it}) das empresas analisadas.

Tabela 6 - Estimação do comportamento anormal dos custos de produção

	Coefficiente	p-value
Constante	-0,043753	0,0127
$1/A_{t-1}$	1,276,250	0,7065
R_{it}	0,821709	0,0000
ΔR_{it}	-0,305059	0,0000
ΔR_{it-1}	0,020164	0,3809
R^2	0,610705	
R^2 Ajustado	0,610028	
Akaike criterion	1,458427	

(continua)

(conclusão)

	Coefficiente	p-value
<i>Schwarz criterion</i>	1,470880	
<i>Estatística F</i>	902,4207	0,0000
<i>White Heteroskedasticity Test</i>	0,317495	0,9921
<i>Durbin-Watson</i>	1,047164	
<i>Breusch-Godfrey Correlation LM Test</i>	18,79645	0,0000
Jarque-Bera test	2,19e+8	0,0000
<i>Observações</i>	2306	2306

Fonte: Elaboração própria.

A estimação do comportamento anormal dos custos apresenta um poder de explicação de 61% pelas variáveis independentes, ou seja, seu R^2 foi estimado em 0,61. Os resultados dos testes não apresentam heteroscedasticidade, mas têm autocorrelação e comportamento anormal (GREENE, 2003) apenas nas variáveis ‘receitas do período corrente’ (R_{it}) e ‘variação das receitas do período anterior para o período corrente’ (ΔR_{it}).

Tabela 7- Estimação do comportamento anormal das despesas operacionais

	Coefficiente	p-value
Constante	-0,024159	0,2954
<i>Log R_{it}</i>	0,014424	0,0003
<i>Log ($R_{it} \times DR_{it}$)</i>	-0,015861	0,0000
<i>Log R_{it-1}</i>	0,094286	0,0000
<i>Log ($R_{it-1} \times DR_{it-1}$)</i>	-0,111426	0,0233
R^2	0,085352	
R^2 Ajustado	0,083175	
<i>Akaike criterion</i>	-0,899513	
<i>Schwarz criterion</i>	-0,883402	
<i>Estatística F</i>	3,9,19320	0,0000
<i>White Heteroskedasticity Test</i>	17,48516	0,0000
<i>Durbin-Watson</i>	2,042790	
<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test</i>	1.833.695	0,0000
Jarque-Bera test	36264,56	0,0000
<i>Observações</i>	1685	1685

Fonte: Elaboração própria.

Em relação aos resultados evidenciados pela estimação do comportamento anormal das despesas operacionais (Tabela 7), bem como dos fluxos de caixa (Tabela 8), verificou-se que o conjunto de variáveis analisadas não foi suficiente para explicar significativamente o comportamento de suas variáveis dependentes, através do resultado do R^2 . Para as despesas operacionais, além de o baixo poder preditivo do modelo empregado (0,08), os testes para

verificar os pressupostos apresentam problemas com presença de heteroscedasticidade, não normalidade e autocorrelação.

Tabela 8 - Estimação do comportamento anormal dos fluxos de caixa

	Coefficiente	p-value
Constante	0,167660	0,1333
$1/A_{t-1}$	-0,980370	0,7683
R_{it}	-0,106133	0,3746
ΔR_{it}	0,402996	0,0447
R^2	0,002037	
R^2 Ajustado	0,000723	
Akaike criterion	5,243,435	
Schwarz criterion	5,253,476	
Estatística F	1,550950	0,199368
White Heteroskedasticity Test	0,419765	0,9253
Durbin-Watson	1,187,113	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	0,053796	0,9476
Jarque-Bera test	4,12e+8	0,0000
Observações	2284	2284

Fonte: Elaboração própria.

Já para o comportamento dos fluxos de caixas, baixo poder preditivo do modelo empregado foi baixo ($R^2 = 0,00$), mas os pressupostos de homoscedasticidade e ausência de autorrelação foram atendidas.

Apesar de as evidências mostrarem que os pressupostos da normalidade, homoscedasticidade e ausência de autocorrelação não foram atendidos plenamente em todos os modelos, esses podem ser relaxados nas inferências sobre os parâmetros dos modelos, pois, segundo Wooldridge (2002) e Greene (2003), seus coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, mas deixam de ser os melhores estimadores lineares não-viesados (best linear unbiased estimator – BLUE).

Adicionalmente, o interesse nos modelos operacionais descritos nas equações 7, 8 e 9 é extrair os comportamentos anormais dos custos de produção, despesas operacionais e fluxos de caixa, respectivamente, através dos seus resíduos.

Por fim, nesta seção, foram estimados os accruals discricionários conforme o modelo por Paulo (2007). No período analisado, conforme a Tabela 9, verifica-se que o modelo

apresenta um bom poder de explicação, considerando o $R^2 = 0,52$, e não apresenta problema de multicolinearidade, considerando os coeficientes significativos a um nível de 0,05.

Tabela 9 - Estimação do comportamento anormal dos fluxos de caixa

	Coeficiente	p-value
C	-0,014229	0,6788
R_{it}	-0,010616	0,7733
CD_{it}	0,026876	0,4773
AI_{it}	-0,038282	0,0024
$AInt_{it}$	-0,083065	0,0020
FCO_{it}	-0,418289	0,0000
E_{it}	0,489494	0,0000
$(E_{it})^2$	0,139808	0,0000
ΔE_{it-1}	0,001421	0,1929
$D\Delta E_{it-1}$	-0,009326	0,3776
$\Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1}$	-0,009625	0,0425
TA_{t-1}	-0,063669	0,0027
Ab_Prod_{it}	0,006762	0,7674
Ab_DO_{it}	0,083014	0,0026
Ab_CFO_{it}	-0,072315	0,0898
R^2	0,525014	
R^2 Ajustado	0,514198	
Akaike criterion	-1,446828	
Schwarz criterion	-1,331356	
Estatística F	48,54222	0,0000
Durbin-Watson	2,009370	
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	2,099237	0,1231
Jarque-Bera test	32422,66	0,0000
Observações	1079	1079

Fonte: Elaboração própria.

Assim, como nos modelos anteriormente analisados, pode-se relaxar os pressupostos da regressão, diante das mesmas propriedades assintóticas dos dados. Os resultados colaboram com aqueles encontrados no trabalho de Paulo (2007), pois o modelo de estimação dos accruals discricionários proposto pelo referido autor apresentou um bom poder significativo ($R^2=0,525$), inclusive superando o poder preditivo do trabalho seminal no ambiente brasileiro ($R^2=0,400$).

Entretanto, algumas variáveis relevantes do modelo, como receitas líquidas do período corrente, 'custos e despesas operacionais do período corrente' e 'comportamento anormal dos fluxos de caixa operacional' não foram significativas no modelo para estimação dos accruals, diferente do que ocorreu no trabalho original de Paulo (2007). Assim, esses resultados sugerem que o modelo deve ser realinhado para verificar a adequação analítica e empírica das variáveis incluídas na sua especificação.

4.3 ANÁLISE DA DETECÇÃO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS

4.3.1 Análise da detecção do gerenciamento de resultados de forma isolada

Para analisar a detecção de gerenciamento de resultados contábeis de forma isolada, as variáveis relativas às hipóteses de pesquisa foram verificadas inicialmente junto à constante, para posteriormente serem analisadas em conjunto com as demais variáveis especificadas no modelo proposto por Paulo (2007), assim, a Tabela 10 demonstra a análise dos incentivos relacionados a: suavização de resultados (hipótese 1), não divulgação de perdas (hipótese 2) e motivações relacionadas ao nível de endividamento da empresa).

Tabela 10 - Estimação isolada dos incentivos hipotéticos

	H1		H2		H3	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
Constante	-0,001684	0,8093	-0,001550	0,8431	0,000612	0,8636
H1	0,002248	0,7803				
H2			0,002398	0,7772		
H3					-0,000477	0,3858
R^2	0,000072		0,000084		0,000698	
R^2 Ajustado	-0,000856		-0,000968		-0,000229	
Akaike criterion	-1,489533		-1,924948		-1,490,159	
Schwarz criterion	-1,480295		-1,914741		-1,480,921	
Estatística F	0,077844	0,780294	0,080102	0,777221	0,752666	0,385827
Durbin-Watson	2,010,470		1,821866		2,009,040	
Observações	1079	1079	952	952	1079	1079

Fonte: Elaboração própria.

Para a análise de cada um dos incentivos isoladamente, o modelo mostra que o poder explicativo é insignificante (coeficiente da variável inferior a 0,01). Além disso, o modelo não captura nenhuma das três hipóteses da pesquisa de forma isolada, ao considerar a suavização

de resultados contábeis, não divulgação de perdas e incentivos contábeis como incentivos ao gerenciamento de resultados. Os pressupostos da regressão não foram atendidos.

Mesmo ao se utilizar o modelo de um único estágio, ou seja, incluir uma variável que seja uma *proxy* para o incentivo testado no modelo de estimação dos accruals, as variáveis explicativas das hipóteses (H1, H2 e H3) permaneceram insignificantes.

Tabela 11 - Estimação dos incentivos isolados no modelo adotado

	H1		H2		H3	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
C	-0,015848	0,6788	-0,015011	0,6788	-0,014229	0,6788
R_{it}	-0,012562	0,7733	0,056293	0,7733	-0,010616	0,7733
CD_{it}	0,028671	0,4773	-0,044611	0,4773	0,026876	0,4773
AI_{it}	-0,037945	0,0024	-0,019018	0,0024	-0,038282	0,0024
$AInt_{it}$	-0,082652	0,0020	-0,055399	0,0020	-0,083065	0,0020
FCO_{it}	-0,420377	0,0000	-0,425409	0,0000	-0,418289	0,0000
E_{it}	0,490704	0,0000	0,736972	0,0000	0,489494	0,0000
$(E_{it})^2$	0,140121	0,0000	-0,579528	0,0000	0,139808	0,0000
ΔE_{it-1}	0,001445	0,1929	0,000346	0,1929	0,001421	0,1929
$D\Delta E_{it-1}$	-0,008823	0,3776	0,003701	0,3776	-0,009326	0,3776
$\Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1}$	-0,009686	0,0425	-0,017552	0,0425	-0,009625	0,0425
TA_{t-1}	-0,063512	0,0027	-8,34E-05	0,0027	-0,063669	0,0027
Ab_Prod_{it}	0,006582	0,7674	0,022800	0,7674	0,006762	0,7674
Ab_DO_{it}	0,082666	0,0026	0,043321	0,0026	0,083014	0,0026
Ab_CFO_{it}	-0,069783	0,0898	-0,158920	0,0898	-0,072315	0,0898
$H1$	0,002852	0,7561				
$H2$			-0,007103	0,5205		
$H3$					-0,000498	0,3809
R^2	0,525058		0,494831		0,525360	
R^2 Ajustado	0,513782		0,481193		0,514092	
Akaike criterion	-1,445,067		-2,010,581		-1,445,704	
Schwarz criterion	-1,324,975		-1,877,889		-1,325,613	
Estadística F	4,656,445	0,000000	3,628,203	0,000000	4,662,102	0,000000
Durbin-Watson	2,010,905		2,023,359		2,006,253	
Observações	1079	1079	952	952	1079	1079

Fonte: Elaboração própria.

Assim, quando associados às demais variáveis do modelo de detecção de gerenciamento de resultados contábeis, as hipóteses de pesquisa permaneceram evidenciando insignificância estatística que as validasse de forma isolada apesar do poder de explicação demonstrado pelo R^2 em 0,52. Dentre as variáveis listadas, o lucro líquido do período (E_{it}) é a que demonstra maior significância estatística.

4.3.2 Análise da detecção do gerenciamento de resultados de forma simultânea (múltiplos incentivos)

Inicialmente procurou-se analisar o comportamento dos incentivos pesquisados junto à constante, onde verificou-se que o poder de explicação destas variáveis associadas produziu um $R^2 = 0,004$ confirmando sua insignificância estatística (Tabela 12).

Tabela 12 - Estimação de hipóteses conjuntas

	Coefficiente	p-value
Constante	-0,010881	0,2410
H1	0,013775	0,0507
H2	0,001033	0,9040
H3	5,03E-06	0,9921
R^2	0,004108	
R^2 Ajustado	0,000957	
Akaike criterion	-1,924779	
Schwarz criterion	-1,904365	
Estatística F	1,303535	0,271950
Durbin-Watson	1,824235	
Observações	952	952

Fonte: Elaboração própria.

Posteriormente, através de uma análise de correlação as constatou-se uma insignificante correlação negativa entre as hipóteses H2 (não divulgação de perdas) e H3 (motivações contábeis), o que poderia evidenciar uma restrição de uma em relação à outra respectivamente, caso fossem significativas. Dentro desta análise de correlação, o único resultado estatisticamente significativo (considerando um nível de significância de 0,05) seria obtido entre as variáveis H1 (suavização de resultados) e H3 (endividamento).

Tabela 13 - Análise de correlação de hipóteses conjuntas

	DA_EP	H1	H2	H3
DA_EP	1,000,000			

H1	0,063975	1,000,000		
	0,0485	-----		
H2	0,009182	0,082764	1,000,000	
	0,7772	0,0106	-----	
H3	0,000360	0,008191	-0,123004	1,000,000
	0,9911	0,8007	0,0001	-----

Fonte: Elaboração própria.

Por fim, procurou-se estimar o comportamento das hipóteses de pesquisa, analisadas com as demais variáveis do modelo proposto, assim, pode-se confirmar que os coeficientes das variáveis compostas pelas hipóteses de pesquisa, não possuem significância estatística ao nível 0,05 bem como a variação do lucro líquido do período anterior (ΔE_{it-1}), a *dummy* desta mesma variação ($D\Delta E_{it-1}$), o total de accruals no período anterior (TA_{it-1}), ativo imobilizado no período (AI_{it}), e as variáveis dos comportamentos anormais do custo de produção (Ab_Prod_{it}) e despesas operacionais (Ab_DO_{it}).

Tabela 14 - Estimação do modelo em conjunto com as hipóteses de pesquisa

	Coefficiente	p-value
C	-0,013618	0,6532
R_{it}	0,060327	0,1923
CD_{it}	-0,048331	0,3083
AI_{it}	-0,018730	0,1151
$AInt_{it}$	-0,054446	0,0153
FCO_{it}	-0,418240	0,0000
E_{it}	0,733566	0,0000
$(E_{it})^2$	-0,579292	0,0000
ΔE_{it-1}	0,000324	0,7029
$D\Delta E_{it-1}$	0,003997	0,6969
$\Delta E_{it-1} * D\Delta E_{it-1}$	-0,017458	0,0006
TA_{it-1}	-0,000194	0,9927
Ab_Prod_{it}	0,023159	0,2393
Ab_DO_{it}	0,041799	0,0665
Ab_CFO_{it}	-0,165564	0,0001
$H1$	-0,003227	0,6795
$H2$	-0,007198	0,5156
$H3$	-0,000346	0,4808
R^2	0,495196	
R^2 Ajustado	0,480445	
Akaike criterion	-2,007,102	
Schwarz criterion	-1,864,203	
Estatística F	3,357,085	0,000000
Durbin-Watson	2,024125	
Observações	1079	1079

Fonte: Elaboração própria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos relativos ao gerenciamento de resultados contábeis (*earnings management*) despertam o interesse de inúmeros pesquisadores no mundo. No Brasil, estas pesquisas ainda podem ser consideradas incipientes, pois existe uma grande concentração de produção científica com poucos pesquisadores, a exemplo do que evidencia o estudo bibliométrico e sociométrico de Rosa, *et. alli.* (2010), ao demonstrar que as redes de cooperação entre os autores ainda possuem baixa densidade.

O presente estudo objetivou fornecer uma contribuição aos trabalhos da área no Brasil, com base em incentivos ao gerenciamento de resultados contábeis que fossem internacionalmente aceitos pela literatura, chegando à conclusão de que no período analisado tais incentivos não representaram significativamente aqueles que mais influenciaram as empresas a incorrerem em atos de discricionariedade.

Verificou-se nesta pesquisa, que o modelo de estimação dos *accruals* discricionários proposto por Paulo (2007) apresentou um bom poder significativo ($R^2=0,525$), corroborando os resultados do trabalho de tese do próprio autor para o ambiente brasileiro ($R^2=0,400$). O mesmo comportamento é observado quando se insere diretamente o incentivo pesquisado no modelo proposto (PAULO, 2007). Esses resultados sugerem que o modelo utilizado é uma alternativa consistente de mensuração dos *accruals* discricionários e que pode contribuir fortemente para as pesquisas empíricas que utilizam medidas de *accruals* anormais como *proxies*, como comumente é realizado nos trabalhos sobre gerenciamento de resultados contábeis.

No que se refere aos incentivos para prática discricionária, a suavização de resultados contábeis (hipótese 1 desta pesquisa) foi identificada em diversas companhias da amostra através do índice de Eckel (IE), compondo as observações válidas para efeito do cálculo de regressão. Porém, não se verificou que esse incentivo não está estatisticamente relacionado com os *accruals* discricionários, seu poder explicativo é insignificante (coeficiente da variável inferior a 0,01) e nenhuma das variáveis foi significativa.

Os resultados também não comprovaram a segunda e a terceira hipóteses desta pesquisa, apesar de se constatarem evidências de empresas que utilizam tanto o incentivo de não divulgação de perdas contábeis, quanto empresas que possuem altos níveis de endividamento. Os resultados estatísticos de forma isolada inseridos no modelo utilizado para a pesquisa, evidenciam que para estas duas hipóteses o valor do R^2 foi de 0,49 e 0,52 respectivamente, porém suas variáveis não obtiveram significância estatística relevante

(exceto a variável de resultados líquidos do período). Em relação ao comportamento conjunto das hipóteses (incentivos) do estudo, os resultados apresentam que não existe significância estatística, ou seja, os resultados não podem confirmar que as empresas manipulam os resultados contábeis baseados em mais de um incentivo. Esse resultado pode ser inclusive influenciado por não se identificar nenhuma relação dos incentivos individuais testados com o comportamento dos *accruals* discricionários.

Apesar disso, hipóteses H2 e H3 apresentaram correlação negativa, o que pode sugerir uma restrição de uma em relação à outra respectivamente, caso os resultados fossem estatisticamente significativos.

Os resultados auferidos com os testes, estão de acordo com os pressupostos apresentados pelo modelo utilizado na pesquisa (PAULO, 2007), porém, sugere-se que para estudos futuros, outros mercados de capitais sejam avaliados em relação ao comportamento conjunto de incentivos, buscando-se uma amplitude maior não apenas em relação às observações da pesquisa (períodos mais longos de estudo, com observações de empresas há mais tempo listadas), mas também em relação aos incentivos testados, tendo em vista as particularidades de cada um destes mercados.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, José Elias Feres de; *et alii*. Alguns aspectos das práticas de suavização de resultados no conservadorismo das companhias abertas listadas na BM & FBovespa. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 23, n. 58, Abr. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000100005&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 27-06-2012.

ALMEIDA, José Elias Feres de. **Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112010-182706/>>. Acesso em: 05-06-2012.

ANG, James S.; BRAU, James C. Concealing and confounding adverse signals: Insider wealth-maximizing behavior in the IPO process. **Journal of Financial Economics**. V. 67, n. 1, p. 149–172, Janeiro. 2003.

ANEEL. **Resolução Normativa**, nº 234, de 31 de outubro de 2006.

ANEEL. **Cadernos Temáticos ANEEL – Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica**. Brasília, 2005

ARYA, Anil; *et alii*. Earnings Management and the Revelation Principle. **Review of Accounting Studies**. New York: v. 3, n. 1-2, p. 7-34, Mar, 1998.

BAIOCO, V.G.; ALMEIDA, J.E.F.; RODRIGUES, A. Suavização de Resultados e Regulação de Mercados. In: **Anais do Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2011. p. 1 – 17.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. **Journal of Accounting Research**. Chicago, v. 44, p. 207 – 242, fevereiro, 2005.

BARROS, Cláudio Marcelo Edwards. **Gerenciamento de resultados contábeis e qualidade da governança corporativa**: Um estudo empírico em empresas brasileiras de capital aberto. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.

BAPTISTA, Evelyn M. B.. Ganhos em transparência *versus* novos instrumentos de manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela lei nº 11.638. **Rev. Adm. Empres.**, São Paulo, v. 49, n. 2, jun. 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902009000200009&lng=pt&nrm=iso>. Acesso em: 12-06-2012.

BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

BRADLEY, D.J. JORDAN, B. D. RITTER, J. R. The quiet period goes out with a bang,

Journal of Finance v. 58, n. 1, p. 1–36. 2003. Disponível em: <http://bear.warrington.ufl.edu/RITTER/publ_papers/The%20Quiet%20Period%20Goes%20out%20with%20a%20Bang.pdf> Acesso em: 01-05-2012.

BRASIL, Lei nº 8.987, de 13 de Fevereiro de 1995. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Brasília. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8987cons.htm> Acesso em: 2012-04-23.

BRAU, James C. and FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. **The Journal of Finance**. Vol. 61, n.1, p. 1-55, Fevereiro, 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=530924 > Acesso em: 30-04-2012.

BURGSTHALER, David C., DICHEV, Ilia. Earnings Management to avoid earnings decrease and losses. **Journal of Accounting and Economics**. New York: v. 24, n. 1, p. 99 – 126, Dez, 1997.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINES, Antonio Lopo. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil mediante Decisões Operacionais. In: Encontro EnANPAD, 30, 2006, Salvador. **Anais 30º Encontro EnANPAD**. Rio de Janeiro: EnANPAD, 2006. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=149&cod_evento_edicao=10&cod_edicao_trabalho=6274> Acesso em: 05-02-2012.

CASTRO, Miguel Angel Rivera.; MARTINEZ, Antonio Lopo. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**. São Paulo, v. 10, n. 6, p. 25 – 46, Nov – Dez. 2009. Disponível em: <<http://www.contabeis.ufba.br/Site/arquivos/Editor/file/Mestrado/Artigos/MARC%5B1%5D.pdf>> Acesso em: 09-04-2012.

CAMPOS, Vera Lúcia de Assis. **Por que uma empresa faz um IPO?** Um estudo de caso. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Pós Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2159?show=full>> Acesso em: 15-01-2012.

CHALAYER, S. Identification et motivations des pratiques de lissage des résultats comptables des entreprises françaises cotées en Bourse. Tese (Doutorado em Ciências de Gestão) – Universidade de Saint-Etienne, Saint-Etienne, 1994.

CHEMMANUR, Thomas J.; FULGHIERI, Paolo. A Theory of the Going Public Decision. **Review of Financial Studies**. v. 12, p. 249-279. 1999. Disponível em: <<http://www.utdallas.edu/~nina.baranchuk/Fin7310/papers/ChemmanurFulghieri1999.pdf>> Acesso em: 12-03-2012.

COELHO, A. C.; LOPES, A. B.. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem. **Revista de Administração Contemporânea**, v.11, 2. ed Especial, 2007.

COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Conservadorismo condicional: requisito para a qualidade dos lucros e para a eficiência informacional da contabilidade. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**, v. 15, n. 3, setembro-dezembro, 2009.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**. Pennsylvania, v. 50, p. 344 – 401, dezembro. 2010.

DYE, R. Classifications Manipulation and Nash Accounting Standards. **Journal of Accounting Research**. Vol. 40, n. 4, p. 1125–1162, 2002.

FASB. Financial Accounting Standards N° 133 – **Accounting for Derivatives Instruments and Hedging Activities**. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 07-04-2012.

FERNANDES, Eloane Naiara Lopes. **O impacto da informação contábil de empresas fechadas na percepção de risco dos analistas de crédito**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-30112010-074842/>>. Acesso em: 08-03-2012.

FORMIGONI, Henrique; ANTUNES, Maria T.H.; PAULO, Edilson; PEREIRA, Carlos A. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **Revista de administração e contabilidade da UNISINOS**. V. 9, n. 1, p. 41 – 52, Jan – Mar 2012. Disponível em: <<http://www.unisinos.br/revistas/index.php/base/article/view/base.2012.91.04>> Acesso em: 15-05-2012.

FÁVERO, Luiz Paulo et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

GONG, Guojin; LOUIS, Henock; SUN, Amy X. Earnings management, lawsuits, and stock-for-stock acquirers' market performance. **Journal of Accounting and Economics**. Pennsylvania, v. 46, p. 62 – 77, fev / mar. 2008.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. **Journal of Financial Economics**. V. 47, p. 243 – 277. 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909> Acesso em: 02-05-2012.

GREENE, Willian H. **Econometric analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GUAY, Wayne R. Conservative Financial Reporting, Debt Covenants, and the Agency Costs of Debt. **Journal of Accounting & Economics**. V. 45, p. 175 – 180, agosto 2008.

GUNNY, Katherine. **What are the consequences of real earnings management?** Working Papers. University of Colorado, Set., 2005. Disponível em: <http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2005/Gunny_paper.pdf>. Acesso em: 15-05-2012.

HEALY, P. M; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156445#>. Acesso em: 29-04-2012.

JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. The theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. 305 – 360, Out, 1976.

LO, Kin. Earnings Management and earnings quality. **Jornal of accounting and economics**. 350 – 357, Out, 2007.

LOWERY, Richard; WARDLAW, Malcolm. **Agency Costs, Information, and the Structure of Corporate Debt Covenants**. No prelo. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1942937> Acesso em: 23-04-2012.

MAKSIMOVIC, Vojislav; PICHLER. Pegaret. Technological innovation and initial public offerings. **Review of Financial Studies**. V. 14, p. 459–494. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=130849>. Acesso em: 04-05-2012.

MAHMUDI, Hamed. GAO, Huasheng. Backdating Executive Stock Option Grants: An Agency Problem or Just Efficient Contracting? In: **Western Finance Association Conference Papers**. Portland, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1030907###>. Acesso em: 2012-04-29.

MAO, Lei. **Debt Covenants, Capital Structure, and Managerial Incentive**. No prelo. Disponível em: <<http://ihome.ust.hk/~maolei/papers/Covenant%20paper%20v31.pdf>>. Acesso em: 28-04-2012.

MAPURUNGA, Patrícia Vasconcelos Rocha; *et alii*. Determinantes do nível de *disclosure* de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 22, n. 57, Dez. 2011. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772011000300003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 10-06-2012.

MARTINEZ, Antonio Lopo. "**Gerenciamento**" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/>>. Acesso em: 21-02-2012.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os Accruals Discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan/abr. 2008.

MATTOS, Cesar Costa. Price Caps and Electoral Cycles. **Revista Análise Econômica**. Porto Alegre, n. 51, p. 107 – 126, Março 2009. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/9702/6004>> Acesso em: 23-04-2012.

- MELLO, Antonio. S.; PARSONS John. E. Hedging and liquidity. **Review of Financial Studies**. V.13, n. 1, p.127–153. 2000. Disponível em: <http://crai.com/uploadedFiles/RELATING_MATERIALS/Publications/files/Hedging%20and%20Liquidity.pdf> Acesso em: 30-04-2012.
- MILGROM, Paul; ROBERTS, John. **Economics, Organizacional & Management**. New Jersey: Prentice-Hall, 1992.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Pittsburgh, v.48, n.3, p.261-297, Julho 1958.
- NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. **Gerenciamento de resultados contábeis e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-28042009-110359/>>. Acesso em: 26-03-2012.
- NIKOLAEV, Valeri V. Debt Covenants and Accounting Conservatism. **Journal of Accounting Research**. V. 48, n. 1, p. 51-89, Março 2010.
- NUNES, A. A. MARQUES, J. A. V. C. Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC. **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo, v. 38, p. 57 – 73, Maio / Ago. 2005.
- PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **Journal of Finance**. V. 53, p. 27-64, n. 1, Fev. 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=360560> Acesso em: 30-04-2012.
- PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. Tese (Doutorado). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.
- PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu; CORRAR, Luiz J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração Contemporânea**. Rio de Janeiro, v. 47, n. 1, p. 46-59, jan./mar. 2007.
- PHILLIPS, John; PINCUS, Morton; REGO, Sonja O. Earnings management: new evidence based on deferred tax expense. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 78, n. 2, p. 491-521, 2003.
- REUTER, Jonathan. Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds. **The Journal of Finance**, v. 61, p. 2289 – 2324, Out. 2006. Disponível em: <http://www.ipocongress.ru/download/guide/article/ipo_allocations_for_sale_%202006.pdf> Acesso em: 15-03-2012.

REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. In: **Anais do 10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. V. 1, p. 1. São Paulo, 2010.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ROSA, Aglaenne Flávia da. Gerenciamento de resultados contábeis: análise sociométrica e bibliométrica dos autores de referência. In: **Anais do 10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo: USP, 2010.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**. New York: v. 42, n. 3, p. 335 – 370, Dez. 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=477941>. Acesso em: 20-06-2012.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. Sarasota, v. 3, n. 4, p. 91 – 102, Dez. 1989.

SCHIPPER, K. Principles-based accounting standards. **Accounting Horizons**. V. 17, p. 61-72, 2003.

STEVENSON, William J.; **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 2001.

TORRES, Damiana; *et alii*. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. In: **Anais do EnANPAD**. São Paulo: USP, 2009. p. 1 – 16.

TOZZINI, Sidney. **As consequências da regulação econômica sobre as estratégias empresariais das concessionárias de distribuição de energia elétrica – Brasil**. Tese (Doutorado em Energia) – Programa Interunidades de Pós-Graduação em Energia da Universidade de São Paulo, 2006.

WOODRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. London: MIT Press, 2002.

YONG-WON, Her. **The impact of moral hazard and accountability on manager's project implementation decisions**. University of South Carolina, 2005.

ZANG, Amy Y. **Evidence on the tradeoff between real manipulation and accruals manipulation**. No Prelo. Fuqua School of Business, Dez., 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961293>. Acesso em: 23-11-2011.

ZINGALES, Luigi. Insider Ownership and the Decision to Go Public. **The Review of Economic Studies**. V. 62, n. 3, p. 425-448. Julho. 1995.