

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

“GERENCIAMENTO” DOS RESULTADOS
CONTÁBEIS:
ESTUDO EMPÍRICO DAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS

ANTONIO LOPO MARTINEZ

Orientador: Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus

São Paulo
2001

Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Jacques Marcovitch

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Eliseu Martins

Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA

“GERENCIAMENTO” DOS RESULTADOS
CONTÁBEIS:
ESTUDO EMPÍRICO DAS COMPANHIAS
ABERTAS BRASILEIRAS

ANTONIO LOPO MARTINEZ

Orientador: Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus

Tese apresenta ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis

São Paulo

2001

Martinez, Antonio Lopo

“Gerenciamento” dos resultados contábeis:

Estudo empírico das companhias abertas brasileiras / Antonio Lopo
Martinez. -- São Paulo: FEA/USP, 2001.

p.153 + IX

Tese - Doutorado

Bibliografia

1. Contabilidade – Teoria 2. Gerenciamento dos resultados
contábeis 3. Lucros – Contabilidade I. Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da USP.

CDD – 657

*o meu irmão, Roberto Lopo Martinez,
em memória, com muita saudade e amor.*

Agradecimentos

Ao Professor Sérgio de Iudícibus, mestre dos mestres, por sua inspiração intelectual e seu valoroso exemplo de vida.

Aos Professores Luiz Nelson Carvalho e Luiz Carlos Corrar, pelas valiosas recomendações e sugestões proporcionadas quando da qualificação da tese.

Aos Professores Ariovaldo dos Santos, Armando Catelli, Diogo Toledo, Eliseu Martins, Reinaldo Guerreiro por tudo o que me ensinaram e significaram para mim.

Aos meus grandes amigos: Adriano Bruni, Santiago Counago e Sérgio Firpo, pelas valiosas contribuições e cooperações prestadas.

A minha Esposa, Maria de Lourdes Di Dio e o pequeno Antonio Lopo Di Dio pelas horas furtadas do nosso convívio.

Resumo

Esta tese tem o objetivo principal de demonstrar empiricamente que as companhias abertas brasileiras “gerenciam” os seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais. Inicialmente, é elucidado o significado de alguns conceitos, tais como “gerenciamento” dos resultados contábeis e acumulações discricionárias. Discute-se o perfil do mercado de capitais brasileiro e as circunstâncias ambientais nas quais são gerados os relatórios contábeis financeiros das companhias abertas brasileiras, enfatizando-se o papel dos órgãos reguladores e da legislação comercial e tributária.

A seguir, depois da revisão da literatura brasileira e estrangeira na área de “gerenciamento” dos resultados contábeis, documentaram-se evidências para as companhias abertas brasileiras do “gerenciamento” dos resultados contábeis para: a) Evitar reportar perdas, b) Sustentar o desempenho recente e c) Reduzir a variabilidade dos resultados. O período de estudo foi os anos entre 1995 e 1999, tendo como base de dados principal a Economática.

Empiricamente, foi implementado um modelo de regressão múltipla para estimar as Acumulações Discricionárias, que são *proxy* do valor discricionariamente alterado dos resultados contábeis. Com base na pesquisa, verificou-se que as empresas brasileiras com resultados muito ruins os manejam de maneira a piorá-los ainda mais, visando melhores resultados no futuro.

Em termos de desempenho no mercado, constatou-se que empresas que manejam “artificialmente” os resultados conseguem no curto prazo seduzir os investidores; entretanto, no longo prazo, o mercado identifica o procedimento e essas ações são penalizadas com os piores desempenhos acumulados. Nos apêndices, é estudada a influência da Governança Corporativa e da Auditoria Independente na propensão à prática do “gerenciamento” dos resultados contábeis, bem como é estimado o coeficiente de resposta dos retornos das companhias abertas brasileiras aos resultados contábeis.

PALAVRAS-CHAVE: Gerenciamento dos Resultados Contábeis - Lucro Líquido - Acumulação Discricionárias - Teoria Positiva da Contabilidade - Governança Corporativa

Abstract

This thesis has the main purpose to present empirical evidence that Brazilian public companies practice *earnings management* as a response to capital market incentives. Initially, some important concepts are elucidated, such as *earnings management* and discretionary accruals. In addition, specific aspects of Brazilian capital market, as well as its financial reporting environment are briefly discussed.

After a literature review in this area of *Earnings management*, it will be documented evidences that Brazilian public companies manage their earnings to: a) Avoid reporting losses; b) Sustain recent performance and c) Income smoothing. The study period of the empirical analysis is between 1995 and 1999, and the most important source of information is Economática.

As part of the research, It was implemented a multiple regression model to estimate discretionary accruals, that are used as proxies for the amount of *earnings management*. Among several observations, it was verified that Brazilian companies practice big bath accounting, so in case of bad results, the companies manage their earnings to report even worse losses, in order to have better future earnings.

In terms of performance in the stock market, it was documented that companies that artificially manage their results, towards income decreasing or income increasing, can fool the market in the short run, but in the long run the investors realize the procedure, and their stocks will underperform the market. In the appendixes of this thesis some factors that can reduce *earnings management* are discussed, such as Corporate Governance and Independent Auditing. Other short analysis is the estimation of the earnings response coefficient for Brazilian public companies.

KEY WORDS: Earnings Management - Net Income - Discretionary Accruals - Positive Accounting Theory - Corporate Governance

Sumário

Agradecimentos	II
Resumo	III
Abstract	IV
Índice de Tabelas	IX
1 Introdução e Apresentação da Estrutura da Tese	1
2 Considerações Gerais Sobre a Pesquisa	4
2.1 <i>Problematização</i>	4
2.2 <i>A Relevância deste Estudo</i>	5
2.3 <i>Objetivos Gerais</i>	8
2.4 <i>Metodologia Utilizada</i>	9
2.5 <i>Porque este Estudo é Inovador</i>	10
2.6 <i>Elucidando Alguns Conceitos Importantes</i>	11
2.7 <i>Ambiente Brasileiro dos Relatórios Contábeis para as Companhias Abertas</i>	19
2.8 <i>Fonte de Dados da Pesquisa e Critérios de Seleção da Base de Dados</i>	31
3 Revisão da Literatura: “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (Earnings Management)	37
3.1 <i>Um Tema Palpitante na Contabilidade Financeira</i>	37
3.2 <i>Os Principais Objetivos da Pesquisa na Área</i>	37
3.3 <i>Os Incentivos para o “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (Earnings Management)</i>	38
3.4 <i>Tipos de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis</i>	42
3.5 <i>Procedimentos Metodológicos Empíricos em “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis</i>	45
3.6 <i>Incentivos para o “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis Vinculados ao Mercado de Capitais</i>	50
4 “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis para Evitar Perdas e para Sustentar o Desempenho Recente	54
4.1 <i>Apresentando o Problema</i>	54
4.2 <i>Formulando as Hipóteses de Pesquisa</i>	56
4.3 <i>Detalhes Metodológicos para Plotar os Histogramas</i>	57
4.4 <i>Hipótese “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (Earnings Management) para Evitar Perdas nas Companhias Abertas Brasileiras</i>	59
4.5 <i>Hipótese de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (Earnings Management) para Sustentar o Desempenho Recente</i>	67
4.6 <i>Como o “Gerenciamento” de Resultados Contábeis é Efetuado?</i>	76

5	“Gerenciamento” dos Resultados Contábeis para Reduzir a Variabilidade dos Lucros e para Preservar a Credibilidade Perante os Credores	78
5.1	<i>Apresentação do Problema</i>	78
5.2	<i>Justificativas Teóricas para as Hipóteses</i>	79
5.3	<i>A Necessidade de se Preocupar com a Credibilidade Perante os Credores</i>	81
5.4	<i>Modelos Econométricos para Análise das Hipóteses</i>	81
5.5	<i>Analisando os Resultados</i>	86
5.6	<i>Outras Evidências do “Gerenciamento” de Resultados para Reduzir a Variabilidade (Income Smoothing)</i>	89
6	Estimando as Acumulações Discricionárias para as Companhias Abertas Brasileiras	95
6.1	<i>Proposta do Capítulo</i>	95
6.2	<i>Modelos, Variáveis e Dados para Estimar Acumulações Discricionárias (Discretionary Accruals)</i>	96
6.3	<i>Testando as Estimativas das Acumulações Discricionárias</i>	104
7	“Gerenciamento” para Piorar os Resultados Contábeis e as Conseqüências do “Gerenciamento” de Resultados em Termos de Desempenho no Mercado para as Companhias Abertas Brasileiras	109
7.1	<i>Proposta do Capítulo</i>	109
7.2	<i>“Gerenciando” para Piorar os Resultados Contábeis</i>	109
7.3	<i>Conseqüências do “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis</i>	114
8	Conclusões e Implicações	120
8.1	<i>Avaliação Geral dos Resultados</i>	120
8.2	<i>Implicações</i>	121
8.3	<i>Oportunidades de Pesquisas Futuras</i>	123
	Bibliografia	125
	Glossário	131
	Apêndice A	134
A.1	<i>Governança Corporativa, Auditoria Independente e o “Gerenciamento” de Resultados Contábeis</i>	134
A.2	<i>Hipóteses de Pesquisa</i>	136
A.3	<i>Testando a Hipótese da Eficiência da Governança Corporativa</i>	140
A.4	<i>Testando a Hipótese da Auditoria Independente</i>	145
	Apêndice B	150
B.1	<i>Coeficiente de Resposta de Retorno ao Anúncio dos Resultados Contábeis</i>	150

Índice de Figuras

Figura 1 – Distribuição empírica do Lucro Líquido (LL)	60
Figura 2 – Distribuição empírica dos Lucros Líquidos por Ação (LPA)	62
Figura 3 – Distribuições empíricas do lucro.....	64
Figura 4 – Distribuição empírica do Lucro Líquido (LL) Anual	66
Figura 5 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (δLL) Anual	68
Figura 6 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (δLL) Trimestral.....	69
Figura 7 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (δLL)	71
Figura 8 – Distribuição empírica da variação do Lucro por Ação (LPA).....	73
Figura 9 – Portfólios de 80 observações que foram agrupadas com base na magnitude dos Lucros Líquidos medidos em termos de porcentagem dos Ativos Totais (LLt/ATt).	77
Figura 10 – Maneiras de Reduzir a Variabilidade (<i>Income Smoothing</i>)	80
Figura 11 – Diagrama de Dispersão das AD (Acumulações Discricionárias) VS. os Lucros Líquidos escalados pelos Ativos Totais.....	114
Figura 12 – Diagramas de Dispersão entre as AD (Acumulações discricionárias) {-0.40 a 0.40} vs os Retornos Anormais das ações da empresa no mercado de capitais {-40%,40%}.	119

Índice de Quadros

Quadro 1 – “Gerenciamento” dos res. contábeis Vs Contab. Fraudulenta/ Práticas impróprias.....	14
Quadro 2 – Sinótese da Estrutura Conceitual Contábil Brasileira.....	25
Quadro 3 – Artigos Mais Citados na Área de Earnings Management.....	41
Quadro 4 – Motivações para “Gerenciamento” dos Resultados contábeis (Earnings Management).....	42
Quadro 5 – Padrões de “Gerenciamento” de Resultados Contábeis a Partir das Acumulações Discricionárias (AD).....	44
Quadro 6 – Relação dos Modelos Usados pela Literatura Acadêmica em Contabilidade para Estimar Acumulações Discricionárias (Discretionary Accruals).....	49
Quadro 7 – Metodologias Empíricas em “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis.....	50
Quadro 8 – Alguns Artigos na Área de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis com Motivação Vinculada ao Mercado e Capitais.....	53
Quadro 9 – Indicador de Correlação de Pearson.....	94
Quadro 10 – Sinopse dos Principais Resultados das pesquisas.....	121
Quadro 11 – Relação de Modelos Econométricos Utilizados para Estimar o Coeficiente de Resposta de Retornos aos Lucros Líquidos Publicados (Earnings Response Coefficients).....	152

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas de Itens Contábeis	35
Tabela 2 – Estatísticas Descritivas de Indicadores Financeiros.....	36
Tabela 3 – Hipótese da Redução da Variabilidade de Retornos (Income Smoothing) e a Hipótese do Efeito Endividamento (Debt-Equity Effect) Companhias Brasileiras Abertas (1996-1999).....	88
Tabela 4 – Estimativa dos “Acumulações Discricionárias (Discretionary Accruals)” (Modelo KS Modificado) Cias. Brasileiras Abertas (1996-1999)	103
Tabela 5 – Detectando “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis no Grupo de Controle – 147 Cias. Brasileiras Abertas (1996-1999).....	106
Tabela 6 – “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis e o Lançamento de Adr’s no Nyse - 16 Cia. Brasileiras (1996-1999)	108
Tabela 7 – Proxy de “Gerenciamento” de Resultados Contábeis:	113
Tabela 8 – Desempenho das Ações no Mercado de Capitais VS.....	118
Tabela 9 – Governança Corporativa Vs “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis	144
Tabela 10 – Hipótese De Auditoria Independente	148
Tabela 11 – Coeficiente De Resposta Dos Retornos Aos Lucros Líquidos Publicados Cias Brasileiras Abertas (1996-1998)	153

1 Introdução e Apresentação da Estrutura da Tese

Um dos produtos mais importantes da contabilidade para os diversos usuários da informação contábil é o resultado (lucro/prejuízo). Muitas vezes é com base nesse número que se avalia o desempenho das empresas. Ocorre, entretanto, que parte desse resultado pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária, sem qualquer correlação com a realidade do negócio. Esses ajustes no geral seriam motivados por influências exógenas à empresa, que levam os seus executivos a “gerenciar” os resultados contábeis na direção em que se deseje.

Até aí não temos necessariamente um problema, já que a própria teoria contábil reconhece a possibilidade da existência de diferentes resultados, de acordo com a abordagem e usuário a que se destine a informação. Entretanto, em contexto de assimetria de informações, há o inevitável risco de que os resultados reportados pela gestão não sejam efetivamente apresentados nos moldes esperados pelos usuários da informação contábil.

A possibilidade de os resultados serem “gerenciados” representa problema muito sério. A interpretação dos relatórios contábeis e a mensuração da rentabilidade da companhia se tornam combinação entre avaliar a realidade econômica da empresa e identificar a natureza dos possíveis ajustes que podem ter sido realizados.

Como será demonstrado ao longo deste trabalho, o “gerenciamento” de relatórios contábeis constitui-se em inegável tentação para os executivos de companhias abertas. Inúmeras são as causas que contribuem para esse comportamento questionável. Entre elas pode-se destacar: (i) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados; (ii) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de atrair novos investidores e acionistas; e una-se a isso, (iii) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isto implique sacrifício futuro da organização.

Uma das principais motivações para o trabalho que aqui se apresenta é o fato de que o “gerenciamento” de resultados contábeis desperta expressiva atenção entre as autoridades reguladoras e na imprensa especializada. Apesar disso, surpreendentemente, a literatura acadêmica brasileira na área contábil não tem

apresentado evidências que identifiquem, mensurem e avaliem a extensão desse fenômeno.

No contexto internacional, particularmente nos EUA, a literatura acadêmica em “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis¹ (*Earnings management*) é campo ativo e palpitante de pesquisa. Os acadêmicos de contabilidade, particularmente nos últimos 10 anos, têm produzido várias dezenas de artigos, em que documentam e investigam fatores que motivam o “gerenciamento” dos resultados contábeis. Essas pesquisas começam a surtir efeitos, fazendo com que as autoridades reguladoras e os profissionais da contabilidade busquem soluções para minimizar esse problema.

Dada a carência de estudo técnico na área de “gerenciamento” dos resultados contábeis voltado no Brasil, este trabalho representa um primeiro esforço para a análise de um problema atual,² com um foco exclusivo no estudo das empresas brasileiras de capital aberto.

No **Capítulo 2** é discutido o problema central da tese, são esclarecidos alguns conceitos fundamentais e são descritas particularidades do mercado de capitais brasileiro e as circunstâncias ambientais nas quais estão inseridos os relatórios contábeis financeiros. Adicionalmente, ainda nesse capítulo, é descrita a base de dados utilizada para realização dos testes empíricos. No **Capítulo 3** realiza-se a revisão da literatura do tema e entre outros aspectos são identificadas as diversas motivações para a realização do “gerenciamento” dos resultados contábeis e as metodologias empíricas utilizadas nessa área do conhecimento.

O **Capítulo 4** refere-se à pesquisa empírica propriamente dita. Utilizando abordagem de distribuição de freqüências, investiga-se se as companhias abertas brasileiras gerenciam seus resultados para evitar perdas e para sustentar o desempenho recente, cobrindo o período de 1995 a 1999. No **Capítulo 5**, investiga-se

¹ No decorrer deste trabalho a expressão *Earnings management*, foi traduzida como “gerenciamento” dos resultados contábeis. Pela tradução literal chega-se ao termo “gerenciamento” dos lucros. Evitou-se usar esta última expressão, pois é usual no Brasil entender lucro como resultado positivo, ainda que se reconheça que podem existir os “lucros negativos” (ou prejuízos). Portanto, a fim de evitar discussões de natureza semântica, optou-se simplesmente por “gerenciamento” dos resultados contábeis.

² Em tema de capa da Revista *Business Week* de Maio de 2001, foi exposta a grande preocupação atual dos profissionais e autoridades reguladoras, no mercado de capitais americano, com a crescente prática do que se chamou de “*Earnings Games*”, empresas que gerenciam os seus resultados contábeis de modo a seduzir investidores em Wall Street.

se as empresas “gerenciam” seus resultados para reduzir a flutuação dos resultados contábeis e se o fariam para manter a credibilidade perante credores.

No **Capítulo 6**, é aplicado um modelo para estimar as acumulações discricionárias (AD) que seriam o sucedâneo (*proxy*) do “gerenciamento” dos resultados contábeis. O modelo é testado em diversas circunstâncias para constatar sua força e coerência. A partir das estimativas das AD, no **Capítulo 7**, investiga-se a motivação das empresas para reportar resultados ruins em prol de melhores resultados futuros e, adicionalmente, pesquisa-se as conseqüências sobre o retorno das ações no mercado de capitais, das empresas que promovem o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

No apêndice investiga-se o papel da governança corporativa e da auditoria no sentido de minimizar o “gerenciamento” dos resultados contábeis. No anexo é disponibilizado para os leitores um **Glossário** dos principais termos do inglês técnico utilizados neste trabalho.

2 Considerações Gerais Sobre a Pesquisa

2.1 Problematização

Se lançarmos um olhar interpretativo sobre os objetivos da contabilidade, é notório que um dos principais propósitos dos sistemas contábeis é a geração de informações úteis para o processo de tomada de decisões. Nos dizeres de LUDÍCIBUS (1997:20): “A função da contabilidade (objetivo) permanece praticamente inalterada através dos tempos, ou seja, quanto a prover informações úteis ao usuário para a tomada de decisões econômicas”.

Os usuários da informação contábil são os diversos agentes econômicos que, de modo direto ou indireto, encontram na contabilidade subsídios para otimizar os seus modelos decisórios. Na medida em que a informação contábil insere-se no processo de decisões, ela passa a ter importantes implicações econômicas para os diversos agentes. Esse aspecto é particularmente crucial quando estamos lidando com investidor que cogite investir recursos numa carteira de ações.

Com base em BEAVER (1981:50) é possível identificar algumas relevantes conseqüências econômicas da informação contábil, particularmente para acionistas, que a seguir passam a ser discriminadas:

- 1) A informação contábil pode afetar a distribuição de riqueza entre investidores. Essa conseqüência, decorre o fato de que investidores mais bem informados podem aumentar a sua riqueza às custas de investidores menos informados;
- 2) A informação contábil pode afetar a percepção dos coeficientes de risco e sua distribuição entre os agentes econômicos;
- 3) A informação contábil pode afetar as taxas de investimento e consumo em toda a sociedade;
- 4) A informação contábil pode afetar a forma pela qual os investimentos são alocados entre empresas.

Uma das prováveis conseqüências da informação contábil é o preço das ações. Os resultados contábeis podem influenciar os retornos de ações e, como tal, podem

impactar o investimento e o consumo de toda uma economia,³ bem como os termos de negociação em que futuros papéis possam ser negociados.

Em síntese, sob esse prisma, a informação contábil afeta vários grupos, de diversas maneiras, e a escolha do “melhor” método de contabilização é inerentemente uma decisão social. Sendo assim, é crucial assegurar a qualidade da informação contábil que é publicada, pois desta estará dependendo toda a prosperidade das empresas e, indiretamente, a da economia como um todo.

Diante desse aspecto, julga-se ser bastante danosa a prática de “gerenciamento” dos resultados contábeis. O comprometimento da qualidade da informação contábil pode proporcionar sérias ineficiências alocativas entre empresas, bem como provocar distribuições de riquezas injustificáveis, com danosas conseqüências negativas para o incipiente mercado de capitais brasileiro.

Diante desse potencial problema, urge verificar se ocorre, efetivamente, o “gerenciamento” de resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras e se estas, de alguma maneira, procuram influenciar a percepção de riscos dos diversos agentes econômicos que estão associados ao mercado de capitais brasileiro.

2.2 Relevância deste Estudo

Um mercado de capitais ativo é comumente identificado como fonte de prosperidade para o país. Afinal, é assim em todas economias bem-sucedidas do planeta. A história indica que o desenvolvimento de um país passa necessariamente pela existência de um mercado de capitais democratizado e forte, resultado de base cultural que incentive a poupança por meio da participação acionária.

A experiência do mercado de capitais americano revela que a democratização do capital em meados da década de 1980 foi o fator crítico para a migração da poupança interna de renda fixa para as bolsas nos Estados Unidos. Segundo artigos da imprensa especializada, os investidores norte-americanos têm mais de 50% do seu

³ No processo de investimento em ações, usualmente o investidor deve decidir como alocar sua riqueza entre o consumo presente e o investimento (visando consumo incerto futuro), e como escolher entre as alternativas de investimento disponíveis. Nesse ambiente, o investidor demandará a informação contábil para ajudá-lo a estimar os fluxos de caixa futuros associados a cada ação.

portfólio investido em ações. Já os brasileiros têm apenas 5% de sua poupança no mercado acionário.

A fraqueza do mercado de capitais brasileiro pode ser explicada, entre outros fatores, pela longa política de taxas de juros muito altas, que desestimula o investimento em ações. Nesse ambiente instável, o mercado acionário não atendeu às necessidades do país e do que aconteceu no mundo em termos de modernização e democratização. Como conseqüência, enfrenta-se em nossos dias uma série de distorções estruturais que têm impedido o crescimento do mercado de capitais brasileiro.⁴

A despeito da pequena relevância do mercado de capitais brasileiro, esforços devem ser empregados no sentido de aprimorá-lo. Entre as medidas que estão a ser implementadas destacam-se a reforma da Lei das Sociedades Anônimas, a institucionalização de novas regras para aumentar a transparência e o redirecionamento das autoridades reguladoras para resguardar os interesses dos acionistas minoritários.⁵

Como importante fator para o sucesso dos mercados de capitais urge destacar o papel exercido pela contabilidade. Através dos relatórios contábeis financeiros supre-se o mercado com informações relevantes para o processo de tomada de decisões sobre a compra e venda de papéis e, conseqüentemente, sobre os preços dos títulos. Uma contabilidade transparente e confiável constitui premissa básica para o desenvolvimento de qualquer mercado de capitais.

⁴ Alguns fatos revelam a fragilidade do nosso mercado de capitais nos anos recentes, produto de política econômica que tem marginalizado sua importância.

Segundo a Gazeta Mercantil (04/12/2000) em 1995, a Bovespa movimentava volume de recursos superior ao da Bolsa de Madrid. Em final de 2000, a bolsa espanhola movimentava, aproximadamente, US\$ 2 bilhões diários, enquanto o Bovespa, US\$ 0,5 bilhão. O artigo acrescenta que proximadamente um terço das famílias espanholas aplicam recursos na bolsa. Na Gazeta Mercantil (21/07/2001) em sugestivo artigo intitulado "Movimento em Pinça – mercado brasileiro perde substância", observa-se que o mercado brasileiro é "magrinho" e que no tocante a ADRs na bolsa de Nova Iorque, o Brasil já superava o México.

⁵ Muitas podem ser as causas que explicam a atrofia do mercado de capitais, entretanto, se voltarmos os olhos para o futuro, vários fatores constituem excelentes oportunidade para o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Verifica-se, para muitas empresas, necessidade de aumento de capital, simultaneamente percebe-se certa escassez dos velhos mecanismos de financiamento. Una-se a isso o fato que está ocorrendo uma demanda maior por papéis motivada pelo crescimento da previdência complementar, bem como pela entrada de investimentos internacionais.

Idealmente, o que se espera é que, no futuro, tenha-se no Brasil um mercado de capitais expansivo e próspero, em que seja possível circular a poupança dos diversos agentes econômicos e constitua alternativa para o financiamento de novos negócios e expansão das operações.

Para se alcançar esse ideal, é crucial verificar até que ponto os resultados contábeis, nos padrões em que estão sendo divulgados pelas empresas brasileiras, espelham a realidade com fidedignidade. Se a instabilidade natural da economia brasileira constitui inegável obstáculo ao florescimento do nosso mercado de capitais, é certo que a contabilidade viesada e “manejável” certamente não auxilia nesse propósito.

Diante disso, uma pesquisa que investigue alguns fatores que motivam as empresas a “manejar” seus resultados contábeis, bem como identifique os meios e circunstâncias nas quais são efetuados os ajustes, pode contribuir para que as autoridades reguladoras repensem o sistema atual, buscando novas soluções.

Nessa perspectiva, entende-se que o estudo que será apresentado é muito relevante, pois:

- a) Auxilia as autoridades reguladoras e analistas de negócios a identificar as circunstâncias em que as empresas “gerenciam” seus resultados;
- b) Alerta os potenciais investidores para o fato de que os resultados contábeis podem não estar expressando a verdade latente dos negócios;
- c) Adverte sobre as conseqüências nefastas do “gerenciamento” dos resultados contábeis, em termos de desempenho no mercado acionário;
- d) E, finalmente, oferece mecanismos para tentar minimizar essa prática danosa à transparência das demonstrações contábeis.⁶

⁶ Neste ponto, cabe registrar que há os que defendem a possibilidade de os números contábeis serem “gerenciados”. Para os que seguem essa linha de argumentação, a contabilidade que possa ser “manejável” possibilitaria ao gestor as condições de preservar os interesses dos acionistas atuais, evitando excessivas flutuações nos preços. Assim, caso se verifique que, no futuro, a situação da empresa será melhor, é justificável “gerenciar” os resultados agora, de modo a evitar prejuízos aos acionistas.

Embora se respeitem opiniões divergentes, não se pode concordar com esses argumentos. Se os investidores possuem visão restrita da realidade das empresas, não se justifica “mascarar” a contabilidade e desvirtuá-la de seu verdadeiro propósito, exclusivamente para remediar distorção do mercado. Posturas como essas não parecem ser profícuas para o aumento da eficiência do mercado e prestam-se unicamente a desgastar a relevância da contabilidade.

2.3 Objetivos Gerais

Entre os principais objetivos de pesquisa, caberia destacar os seguintes:

- a) **Há “gerenciamento” dos resultados contábeis no Brasil?** Estão as companhias abertas brasileiras “gerenciando” os seus resultados? Em que extensão?
- b) **Por que?** Qual é a motivação que leva os gestores a promover o “gerenciamento” dos resultados contábeis?
- c) **Como?** Como os resultados contábeis são gerenciados? Ou seja, que contas ou procedimentos são utilizados?
- d) **Quais são os efeitos?** Quais são as conseqüências para as empresas que praticam esse tipo de procedimento?
- e) **Como evitar?** O que pode ser feito no sentido de evitar (ou minimizar) que ocorra o “gerenciamento” dos resultados contábeis?

Ressalve-se que o objetivo deste trabalho não será o de detectar fraudes contábeis, ou ilegalidades, pois estas de modo geral são muito específicas e dificilmente seriam percebidas pela metodologia que aqui será empregada. O propósito é evidenciar que, no momento em que a técnica contábil faculta ao gestor a possibilidade de fazer escolhas contábeis, ele as fará não apenas com o que prediz o fato contábil em análise, mas também, algumas vezes, com base em outros fatores exógenos, que influenciaram sua opção. Será comprovado, por exemplo, que no momento de definir o montante de despesas de provisão de devedores duvidosos, aspectos outros, além da qualidade do crédito que está sendo objeto de cotejo, terão papel significativo na identificação do valor a ser lançado.

Após a análise dos fatores que podem levar as empresas a “manejar” os resultados contábeis, procurar-se-á enfocar as suas conseqüências também, particularmente em relação aos acionistas. A preocupação é verificar que tipo de distorção pode estar sendo provocada pelo “gerenciamento” do resultado contábil e quais seriam seus efeitos para a adequada alocação de capitais.

2.4 Metodologia Utilizada⁷

Como caminho para busca do conhecimento, realizaram-se as seguintes etapas na pesquisa, sobre as quais sinteticamente, comenta-se a seguir:

A **primeira etapa** consistiu de pesquisa exploratória no intuito de melhor caracterizar o problema em estudo. De acordo com SALOMON (1973:76):

“pesquisa exploratória e descritiva são as que têm por objetivo definir melhor o problema, proporcionar as chamadas intuições de solução, descrever comportamentos de fenômenos, definir e classificar fatos e variáveis. Não atingem ainda o nível da explicação nem o da predição encontrados nas pesquisas puras ou teóricas, nem do diagnóstico e/ou solução do problema, deparados nas pesquisas aplicadas”.

A **segunda etapa** baseou-se nas regras da pesquisa bibliográfica e consistiu no exame da literatura sobre o tema da pesquisa. Para RUIZ (1985:43), os textos costumam ser divididos em duas classes de obras: as fontes que representam os textos originais sobre determinado assunto e a bibliografia que representa o conjunto das produções escritas para esclarecer as fontes, para divulgá-las, analisá-las, refutá-las ou estabelecê-las.

Para LAKATOS (1990:102)

“a bibliografia pertinente oferece meios para definir, resolver, não somente problemas conhecidos, como também explorar novas áreas onde os problemas não se cristalizaram suficientemente, e tem por objetivo permitir ao cientista um esforço paralelo na análise de suas pesquisas ou manipulações de suas informações. Assim, a pesquisa bibliográfica propicia o exame de um tema sob novo enfoque ou abordagem, podendo chegar a conclusões inovadoras”.

Nesse momento, deve-se reconhecer que, na revisão bibliográfica, a grande maioria das fontes teve sua origem em estudos realizados por autores estrangeiros, focalizados principalmente na observação da realidade do mercado americano.

⁷ Extraído MARTINEZ (1999) Que é Método Científico em Contabilidade?

Método: É o caminho para chegar a um fim.

Método Científico: Conjunto ordenado de procedimentos que permitem alcançar os objetivos da ciência – a verdade (o conhecimento científico).

Método Científico na Contabilidade: É o caminho para alcançar as leis que governam os fenômenos do patrimônio (objeto científico da contabilidade).

Como **terceira etapa** foi implementado o estudo empírico. Antes de se aplicarem os procedimentos empíricos de pesquisa propriamente ditos, foram formuladas as hipóteses de pesquisa. Cabe registrar que as qualidades desejáveis da hipótese de pesquisas são: a) seja testável, ou seja, suscetível de ser rejeitada; b) tenha coerência lógica; c) possa ser quantificável e d) possua relevância para a questão que está sendo investigada.

Como diretriz na pesquisa empírica seguiram-se os ensinamentos de ABDEL-KALIK & AJINKYA⁸ (1979:10).

- 1) Identifique o problema de pesquisa;
- 2) Desenvolva estrutura teórica para analisar o problema;
- 3) Especifique hipóteses para serem testadas;
- 4) Elabore metodologia para a pesquisa;
- 5) Implemente o método, por meio da coleta de dados;
- 6) Analise as observações de modo a testar as hipóteses;
- 7) Avalie os resultados;
- 8) Especifique eventuais limitações e falhas em sua pesquisa.

2.5 Porque este Estudo é Inovador

A pesquisa aqui desenvolvida é inovadora, em pelo menos dois aspectos gerais. Primeiro, na escolha do **objeto de estudo**, na medida em que é a primeira pesquisa científica que investiga em várias dimensões a prática de “gerenciamento” de resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. Acrescente-se que não se restringe a identificar o problema, vai mais além, observando suas conseqüências e investigando fatores que podem minimizá-lo, sempre focalizado nas especificidades da realidade brasileira.

Segundo, na forma como o objeto de estudo é tratado, ou seja, no **método** empregado. Ao contrário da maioria dos trabalhos científicos em contabilidade

⁸ ABDEL Kalik R e AJINKYA B. “*Empirical Research in Accounting, A Methodological View Point*” AAA (1979), é obra clássica em metodologia da pesquisa em Contabilidade. Leitura recomendada aos que pretendem utilizar abordagens empíricas.

produzidos no Brasil, este trabalho utilizou metodologia positiva, fundamentou-se na necessidade da verificação empírica das hipóteses teóricas formuladas.⁹

Deve-se registrar que não se desvaloriza a importância da abordagem normativa¹⁰ no estudo da contabilidade. Inegavelmente, o conhecimento científico construído em bases dedutivas presta grande serviço para as teorias contábeis. A proposta é, exclusivamente, demonstrar que mediante metodologia empírica, também é possível se expandir o conhecimento contábil.¹¹

2.6 Elucidando Alguns Conceitos Importantes

A palavras podem assumir diferentes conotações semânticas, daí ser necessário elucidar o que significam algumas expressões que serão empregadas ao longo deste trabalho. Outro ponto interessante é que, pelo fato de se ter utilizado intensivamente a literatura norte-americana como referência, torna-se importante esclarecer o que alguns conceitos contábeis anglo-saxões representam em termos da contabilidade nacional.

Não se encontraram na linguagem técnica contábil nacional expressões correspondentes a algumas expressões contábeis em inglês. Daí, em alguns raros casos, para se evitar a perda de sentido, optou-se por utilizar as expressões originais em padrão que pode ser chamado de inglês técnico (ou linguagem dos negócios internacionais).

Entre os conceitos que se pretende esclarecer, cabe definir o que são:

⁹ Adaptado a partir de MARTINEZ (1998): Em abordagem positiva de estudo, o pesquisador deve testar suas teorias através da comparação destas com observações reais. Conseqüentemente, para o positivista, uma teoria só é aceitável como uma explicação científica ou como instrumento preditivo, quando esta pode ser sujeita a testes empíricos sem ser falseada.

¹⁰ Para WALLACE (1991:3), a teoria normativa contábil caracteriza-se por ser aquela que explica o fenômeno contábil na perspectiva do “dever ser” (como deveria ser o mais correto e adequado). Por sua vez a teoria positiva estuda o fenômeno patrimonial pelo espectro do “ser” (como é a prática).

¹¹ Extraído MARTINEZ (1999): Quais são os cuidados necessários na Dedução e na Indução? Dedução: As conclusões não ultrapassam o conteúdo das premissas, a inferência conduz à conclusão que é tão certa quanto as premissas da qual foi retirada. É necessário muito cuidado com o estabelecimento das Premissas. Indução: De Informações sobre casos ou acontecimentos observados se generaliza às conclusões para eventos não observados. É necessário ser prudente com o “salto indutivo” e ter em mente que generalizações não implicam em verdades absolutas.

- a) “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*);
- b) Acumulação (*Accruals*) e Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*).

Com propósitos didáticos e de evitar a dificuldade de compreensão para eventuais leitores não habituados à terminologia técnica em inglês, ao final deste trabalho foi criado um glossário de várias expressões, conceitos e termos utilizados.

2.6.1 O “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

Para efeito deste trabalho, “gerenciamento” dos resultados contábeis é equivalente a *earnings management*. Entre as definições presentes na literatura acadêmica, cabe destacar:

SCHIPPER (1989), “... a purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtain some private gain (*as opposed to, say merely, facilitating the neutral operation of the process*).”¹² (**Grifo nosso**).

HEALY & WHALEN (1999): “earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.”¹³ (**Grifo nosso**).

Pelo que se percebe por esses autores, “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*) caracteriza-se fundamentalmente como alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar, atender motivação particular. A gestão “maneja” artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente no negócio.

Para órgãos reguladores norte-americanos, a definição de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*) é mais aberta e confusa. Observe-

¹² “... uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular (oposto ao processo neutro de reportar os resultados contábeis)...” Tradução livre.

¹³ “O gerenciamento dos resultados contábeis ocorre quando os gerentes usam do julgamento (discricionariedade de tomar decisões) no processo de reportar as demonstrações financeiras, para enganar alguns agentes sobre o desempenho econômico latente da empresa. Ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis”. Tradução Livre.

se, por exemplo, a seguinte conceituação do Certified Fraud Examiners (1993): “... *the deliberate misrepresentation of the financial condition of an enterprise accomplished through the intentional misstatement or omission of amounts or disclosures in the financial statements to deceive financial statement users.*”¹⁴

É crucial entender que “gerenciamento” dos resultados contábeis¹⁵, não é fraude contábil. Ou seja, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, entretanto nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o levam a desejar reportar um resultado distinto.

Outra propriedade do “gerenciamento” dos resultados contábeis é que não decorrem exclusivamente do “manejo” formal das contas de resultado. Em certos casos, o “gerenciamento” pode proceder de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa. A título ilustrativo, para se perceber as diferenças entre fraude contábil e “gerenciamento” de resultados contábeis, apresentamos o **Quadro 1**.

¹⁴ “Uma deliberada representação incorreta das condições financeiras da empresa, intencionalmente materializada em classificação incorreta ou na omissão de valores e de informações nas demonstrações financeiras, visando iludir os usuários das demonstrações contábeis”. Tradução Livre.

¹⁵ Existem algumas outras expressões que se referem a essas propriedades de “manejar” com a contabilidade. Entre outras muitas expressões utilizadas na imprensa internacional, destacaríamos: “Creative Accounting”. A expressão contabilidade criativa tem sua origem em jornalistas especializados na área de negócios. Embora tenha sido utilizada algumas vezes pela literatura acadêmica, constata-se o predomínio de modo absoluto a expressão “*Earnings management*” – “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis.

Quadro 1 – “Gerenciamento” dos res. contábeis VS Contab. Fraudulenta/ Práticas impróprias.

Decisões contábeis “Puras”	Decisões com impacto no fluxo de caixa
“Gerenciamento” dos resultados contábeis	
<p style="text-align: center;">De acordo com as Normas/Princípios Contábeis</p> <p style="text-align: center;">Contabilidade “Conservadora”</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Reconhecimento muito elevado de provisões; b) Aceleração das despesas de depreciação; c) Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança. <p style="text-align: center;">Contabilidade “Agressiva”</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização. c) Reconhecimento de receitas durante a produção. 	<p style="text-align: center;">Práticas Aceitáveis</p> <p style="text-align: center;">Visando Reduzir Fluxo de Caixa Líquido</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Retardar vendas b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&D. c) Aumentar Despesas de natureza não-operacional (Banquetes, Bingos, Doações) <p style="text-align: center;">Visando Aumentar Fluxo de Caixa Líquido</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda & publicidade, treinamento ou P&D; c) Aumentar Receitas não-operacionais pela venda de Ativos da empresa.
Contabilidade Fraudulenta e Práticas Inaceitáveis	
<p style="text-align: center;">Que violam as Normas/Princípios Contábeis</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data de realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício. 	<p style="text-align: center;">Práticas Inaceitáveis</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos lançados.

Fonte: Adaptado a partir de Dechow & Skinner (2000).

A partir do **Quadro 1**, verifica-se que é possível estabelecer-se hierarquia entre as escolhas contábeis. Existem aquelas que são fraudulentas e aquelas que correspondem a diferentes modalidades de posturas contábeis. Do mesmo modo, verificamos que, no campo dos atos concretos, pode-se ter diferentes situações, tais como aquelas que são aceitáveis, até as que são inaceitáveis (e ilegais).

Para efeito deste estudo estar-se-á discutindo, prioritariamente, o “gerenciamento” de resultados produto da escolha de práticas agressivas e

conservadoras. Ponto muito importante é ter claro que existe diferença entre o que se denomina prática fraudulenta e aquelas que envolvem a realização de julgamentos e estimativas viesadas elaboradas com propósitos independentes da realidade estrita do negócio.

Cabe lembrar que existem diversas situações nas quais as normas contábeis facultam ao gestor a discricionariedade de realizar decisões contábeis. Por exemplo, quando o gestor deve avaliar eventos econômicos futuros, tais como estimar vidas úteis esperadas, definir o valor de residual de ativos de longo prazo, obrigações a serem pagas e prováveis perdas com devedores incobráveis. Ao gerente, por vezes, é facultado escolher o método de depreciação mais compatível, ou critério de custeamento mais sintonizado com a realidade do processo produtivo. O julgamento e o poder discricionário dos gerentes é tão importante que, muitas vezes, na realização de lançamentos contábeis, o fato mais importante para ser avaliado é a **intenção**.¹⁶

2.6.2 Acumulações (*Accruals*) e Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*)

O regime de competência (*Accrual Basis*) determina que o registro das transações contábeis da entidade seja efetuado no período em que estas são realizáveis. Segundo esse princípio, reconhece-se a receita de acordo com a sua realização, e no mesmo período confrontam-se as despesas necessárias para efetivação daquela receita. Este procedimento é diferente do registro baseado no regime de caixa (*Cash Basis*), em que se focalizam exclusivamente as entradas e saídas de disponibilidades.

Ocorre que no regime de competência o reconhecimento das receitas e das despesas, bem com os relativos acréscimos ou decréscimos de ativos e passivos, tornam-se a base para a mensuração do desempenho da empresa.

¹⁶ É muito difícil, para o usuário externo, identificar quando a escolha contábil foi baseada em julgamento legítimo, ou quando foi motivada por fator externo (escolha oportunista para o gestor). O desafio é justamente saber se os lançamentos contábeis surgiram da ação neutra dos gestores (com ausência de segundas intenções). Na tentativa de minimizar a assimetria de informações entre os acionistas e o gestor, ganha relevância o papel do auditor na verificação da autenticidade das demonstrações contábeis financeiras. O auditor tem o propósito não só de evitar a fraude contábil, mas evitar a posturas muito “agressivas” ou “conservadoras”.

Diante do exposto, em observância às regras da contabilidade, o lucro líquido do negócio não será igual ao fluxo de caixa líquido do mesmo, salvo em circunstâncias muito especiais [Acumulações (*accruals*) = zero].

Na literatura internacional, a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido é conhecida como **accruals**.¹⁷ Ou seja, as acumulações (*accruals*) seriam todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades.

ACUMULAÇÕES = LUCRO LÍQ. – FL. CAIXA LIQ. OPER.	(1)
LUCRO LÍQ. = FL. CAIXA LIQ. OPER. + ACUMULAÇÕES	(2)

Quando se fala em acumulações (*accruals*) podemos ter acumulações correntes e não correntes. As acumulações correntes são aquelas contas de resultado que possuem como contrapartida contas no ativo ou passivo circulante. Já as acumulações não correntes são contas de resultado com contrapartida em contas que não estão no circulante.

ACUMULAÇÕES = ACUM. CORRENTE + ACUM. N. CORRENTE	(3)
---	------------

Nas operações usuais da empresa, espera-se que, com certa frequência, sejam feitos lançamentos que terão a natureza de acumulações (*accruals*). Isso ocorre em função do princípio da competência. O volume de acumulações no resultado dependerá, muitas vezes, da natureza do negócio e de certas estimativas e avaliações que os gestores realizem.

Em termos práticos, a receita pode estar sendo reconhecida sem que tenha existido entrada de caixa (ou aumento do saldo de duplicatas a receber), nesse caso temos acumulação corrente positiva. Outro exemplo seria o registro de despesa de

¹⁷ A expressão *accruals*, salvo melhor juízo, pode ser traduzidas em português por “acumulação”. *Accrual* é derivado do verbo latino *accrescere*, é sinônimo de *accretion* (The Oxford Universal Dictionary Historical Principles; Third Edition). A eventual objeção de que *accrual* pode redundar em redução do lucro – o que não constituiria acúmulo no sentido de aumento, cabe esclarecer que se trata de acúmulo como soma algébrica que, adicionando valores positivos ou negativos pode resultar em aumento ou diminuição, conforme a preponderância de parcelas positivas ou negativas.

provisão para contingências trabalhistas no curto prazo (provisões no circulante), que é acumulação corrente negativa.

Nada de errado existe no registro de acumulações, na verdade o intuito é mensurar o lucro no seu sentido econômico, aquele que representa acréscimo efetivo na riqueza patrimonial da unidade econômica, independente da movimentação financeira. O problema está no fato de o gestor discricionariamente aumentar ou diminuir essas acumulações (*accruals*) com o objetivo de influenciar o lucro.

Considerando que eventualmente o “gestor” possa tomar a decisão de aumentar ou diminuir as acumulações por motivos alheios à realidade do negócio, cria-se a necessidade didática de subdividir estas em: acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) e acumulações não discricionárias (*non discretionary accruals*). Estas últimas seriam as exigidas de acordo com a realidade do negócio, as primeiras seriam artificiais e teriam como único propósito “gerenciar” o resultado contábil.

$$\text{ACUMULAÇÕES} = \text{ACUM. DISCRICIONÁRIAS} + \text{ACUM. NÃO DISCR.} \quad (4)$$

Considerar-se-á, para fins deste trabalho, que as chamadas acumulações discricionárias (*discretionary accruals*)¹⁸ são um sucedâneo (*proxy*) do “gerenciamento” de resultados contábeis. Suponha-se também que o fluxo de caixa das operações não é “manejável”.

$$\text{GERENC. RES. CONTÁBEIS} < = > \text{ACUM. DISCRICIONÁRIAS} \quad (5)$$

Tendo em vista que as contas de resultado possuem contrapartidas no balanço patrimonial, é possível estimar o valor das acumulações (*accruals*) totais, a partir das variações dos itens específicos no balanço patrimonial. As contas de resultados nem sempre discriminam exatamente o montante de Acumulações. Por exemplo, numa receita de vendas, parte pode representar entrada de caixa, outra pode ser tão

¹⁸ O grande desafio de qualquer trabalho na área de “gerenciamento” dos resultados contábeis é estimar o valor das acumulações discricionárias (AD). As AD podem ser positivas ou negativas, representando, respectivamente, que a empresa está gerenciando seus resultados para melhorá-los ou piorá-los.

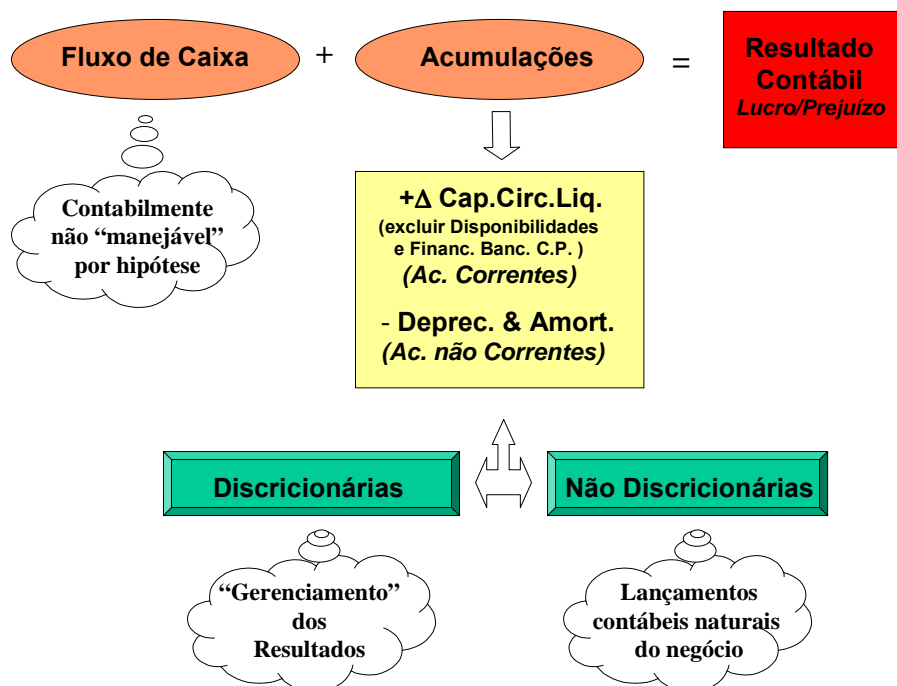
somente aumento de contas a receber (acumulação corrente). O ideal seria utilizar informações do fluxo de caixa, entretanto na eventual indisponibilidade dessa informação, recorre-se ao balanço patrimonial.

As *acumulações correntes* são computadas a partir do montante do capital de giro líquido da empresa, excluído das disponibilidades, e dos financiamentos de curto prazo (financiamentos bancários). Centra-se, deste modo, o foco nas variações das contas a receber, estoques, despesas antecipadas e outras contas a pagar. Para se estimar as acumulações não correntes, apenas computam-se as despesas de depreciação e amortização, ignorando-se a existência de qualquer outra acumulação não corrente.

Com o total das acumulações correntes e não correntes é possível chegar à estimativa das acumulações totais indiretamente, como sendo:

ACUMULAÇÕES TOTAIS =
Δ(ATIVO CIRCULANTE – DISPONIBILIDADES)
– Δ(PASSIVO CIRCULANTE – FINAC.C.PRAZO)
– (DEPRECIÇÃO & AMORTIZAÇÃO) (6)

A seguir é esboçado um diagrama sobre os conceitos discutidos:



A diferença entre a contabilidade pelo regime de caixa e a contabilidade pelo regime de competência reside no aspecto temporal de reconhecimento de receitas e despesas. A longo prazo, os dois sistemas proporcionam o mesmo resultado. Entretanto no curto prazo, o processo de reconhecimento de receitas e despesas cria diferenças. Perante esse fato, o "gerenciamento" de resultados contábeis nada mais é que outra maneira de tratar a diferença existente entre os dois sistemas. *Com o "gerenciamento" de resultados trazem-se os lucros para quando estes são necessários e empurram-se as despesas para frente. Parece uma espécie de jogo, em que se espera que o lucro seja melhor no futuro de maneira a cobrir as despesas adiadas.*

2.7 Ambiente Brasileiro dos Relatórios Contábeis para as Companhias Abertas

O mercado de capitais é movido a informação. Todos os agentes demandam informações quantitativas e qualitativas sobre as companhias. Nessa ambiente, as demonstrações contábeis ganham papel muito relevante. Cabe discutir, entretanto, algumas especificidades ambientais a que estão submetidas as empresas brasileiras quando da publicação de seus relatórios contábeis. O foco neste ponto será refletir

sobre como esses fatores ambientais influenciam a qualidade das demonstrações contábeis que são produzidas pelas empresas brasileiras.¹⁹

Entre os temas que se espera discutir neste ponto, primeiramente, apresentar-se-ão os agentes que no Brasil circunscrevem o ambiente dos relatórios contábeis das companhias abertas. Adicionalmente, será discutido o perfil estrutural da contabilidade do Brasil e como as normas, princípios e convenções contábeis se integram para influenciar a elaboração dos relatórios contábeis brasileiros das companhias abertas. Concluindo, nesta parte será discutido o papel da Lei das Sociedades Anônimas e a controvertida interferência que a legislação fiscal tem sobre a qualidade das demonstrações produzidas pelas companhias abertas brasileiras.

2.7.1 Agentes que Influenciam os Relatórios Contábeis Financeiros

Diversos são os agentes que, direta ou indiretamente, influenciam as demonstrações contábeis que são produzidas no Brasil. Em classificação semelhante à efetuada por BEAVER (1981:16), cabe dividir o ambiente dos relatórios contábeis brasileiros em cinco principais grupos:

Órgãos Reguladores

Proeminente característica do ambiente dos relatórios contábeis é a forte presença de órgãos regulamentadores para assegurar a qualidade do fluxo de informações contábeis para os investidores e demais usuários da contabilidade. No Brasil, os principais órgãos regulamentadores são a **Comissão de Valores**

¹⁹ Para que a companhia possa manter sua condição de Cia. Aberta e negociada em bolsa é necessário que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais decorrentes da abertura, entre as quais a divulgação de um conjunto básico de informações periódicas e eventuais, destacando-se as seguintes:

* Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras Anuais e respectivo parecer de Auditoria Independente

* DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

* ITR – Informações Trimestrais

* IAN — Informações Anuais

O **ITR** é o documento legal onde são divulgados os dados contábeis trimestrais, acompanhados de explicações sintéticas, prestando-se ao acompanhamento conjuntural da empresa. O **IAN** é um documento mais detalhado, apresentando uma série de informações societárias, contábeis, mercadológicas e financeiras, além do histórico da companhia.

Mobiliários (CVM),²⁰ o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e Instituto Brasileiro dos Auditores Independentes (IBRACON). As orientações desses órgãos regulamentadores parecem estar voltadas a preservar os interesses dos investidores, e assegurar, na medida do possível, a transparência do mercado àqueles que compram e vendem ações e demais títulos mobiliários. Entretanto, não se pode deixar de reconhecer também certa preocupação com os efeitos dos relatórios financeiros na alocação de recursos e na formação de capital.

Particularidade brasileira é a inexistência de relação clara entre esses órgãos, o que acaba gerando no profissional contábil, muitas vezes, confusão e zonas nebulosas quando da interpretação e aplicação de alguns preceitos. Ainda que todos os órgãos defendam preponderantemente a abordagem informacional para os usuários, o limite jurisdicional de cada órgão não é preciso.

Ainda no tocante aos órgãos regulamentadores, tamanha é a interferência do Governo nos relatórios contábeis financeiros, que se pode incluir a **Secretaria da Receita Federal (SRF)** como outro agente regulamentador dos relatórios contábeis. A influência da chamada contabilidade fiscal sobre os relatórios contábeis será objeto de discussão a seguir.

Investidores

Os investidores constituem grupo muito heterogêneo, variando em relação as suas preferências, riquezas, crenças, acesso a informações financeiras, bem como na possibilidade de interpretar as informações contábeis financeiras. Esses fatores podem afetar a sua demanda por informações contábeis.

A seguir, apresenta-se quadro extraído dos relatórios de informações mensais da Bovespa, sobre a participação dos investidores na bolsa paulista. Detalhe ilustrativo é a forte presença de pessoas jurídicas, em comparação com as pessoas físicas. Este grupo representa apenas 11,2 % no período em análise.

²⁰ A Lei nº 6.385, de 07.12.1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, no seu art. 9º, confere competência à CVM para fiscalizar: (i) as companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários; (ii) os fundos e sociedades de investimento; (iii) as carteiras e depósitos de valores mobiliários; (iv) os auditores independentes; (v) os consultores e analistas de valores mobiliários; e (vi) as pessoas integrantes do sistemas de distribuição de valores mobiliários. Entre várias preocupações da

■ Período de 03/09/2001 a 28/09/2001

Tipos de Investidores	Vista		C		V Termo		C		V Opções		C		V Outros		C		V Total	
	R\$ Mil	(%)	(%)	R\$ Mil	(%)	(%)	R\$ Mil	(%)	(%)	R\$ Mil	(%)	(%)	R\$ Mil	(%)	(%)	R\$ Mil	(%)	(%)
Pessoa Física	3.145.463	9,4	10,3	174.102	23,0	0,0	734.216	29,1	29,1	55.045	1,0	12,3	4.108.828	11,1	11,2			
Institucional	2.762.071	10,0	7,2	269.203	0,2	35,3	114.624	4,7	4,3	22.303	3,7	1,6	3.168.202	9,1	8,0			
Inves. Estrangeiro	4.326.628	12,8	14,3	106.099	14,0	0,0	66.365	3,2	2,0	131.008	14,3	17,4	4.630.102	12,2	13,0			
Emp. Priv/Publ.	315.480	0,9	1,0	55.686	7,3	0,0	21.569	0,8	0,8	4.858	0,4	0,6	397.594	1,1	0,9			
Instit. Financeiras	5.333.960	16,6	16,8	149.858	5,1	14,6	320.563	11,9	13,5	199.319	30,3	17,9	6.003.701	16,1	16,5			
Outros	35.523	0,1	0,1	1.228	0,1	0,0	2.098	0,0	0,0	70	0,0	0,0	38.921	0,1	0,1			
Total	15.919.127	86,7 (a)		756.179	4,1 (a)		1.259.437	6,8 (a)		412.606	2,2 (a)		18.347.351	100,0				

Gestão

A gestão pode ser vista como agentes aos quais os investidores confiaram o controle de parte de seus recursos. Os investidores transferem para a gestão a responsabilidade de agir nos seus interesses. A elaboração dos relatórios financeiros presta-se como instrumento para monitorar os atos da gestão. Dependendo das especificidades da gestão, grau de profissionalismo, podemos encontrar outros importantes fatores para explicar a natureza dos relatórios contábeis que são produzidos.

Audidores

A auditoria independente é obrigatória nas companhias de capital aberto, segundo o art. 177, § 3º, da Lei das Sociedades Anônimas. Basicamente, o trabalho realizado pelos auditores independentes é o de apurar, através de levantamentos contábeis, a autenticidade das demonstrações contábeis preparadas pela diretoria, informando se correspondem de fato à realidade financeira da sociedade.

Por serem independentes à companhia, gozam os auditores da confiança dos acionistas e possíveis investidores para atestar a veracidade das informações financeiras da companhia, ajudando a fiscalizar eventuais abusos e fraudes praticadas pela diretoria. Portanto, as auditorias trabalham como agentes para minimizar riscos dos investidores e fortemente influenciam as demonstrações contábeis que são publicadas.

Intermediários

CVM está a de dotar o mercado do maior grau de confiança possível com relação às demonstrações contábeis das companhias que desejem captar recursos do público em geral.

Os intermediários financeiros – corretoras, bancos múltiplos, de investimento, distribuidoras – influenciam os relatórios contábeis que são publicados. Nesse grupo destacam-se os **analistas de mercados**. Atuando de forma independente ou como funcionário de instituição intermediária, o analista muitas vezes é consultado antes de se tomar decisões quanto à composição de carteiras de investimento e ao momento mais adequado à compra e venda de ações. Estes profissionais estão atentos às informações contábeis obrigatórias e voluntárias divulgadas pelas empresas. Com essas informações, projeta-se o desempenho e o retorno e calcula-se o preço justo das ações, derivando daí suas recomendações.

2.7.2 Postulados, Princípios e Convenções Contábeis nos Relatórios Contábeis nas Empresas de Capital Aberto

Para se entender a natureza e especificidades dos relatórios contábeis brasileiros, é crucial discutir os postulados, princípios e convenções contábeis que constituem a base da contabilidade brasileira. O pronunciamento do IBRACON, intitulado “Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade”, extraído das Normas e Práticas Contábeis no Brasil [FIPECAFI/Arthur Andersen] (1994:48) assim prescreve:

“1.38 A Estrutura Conceitual Básica classifica os Princípios (Conceitos) Fundamentais de Contabilidade em três categorias:

- Postulados ambientais da Contabilidade (Axiomas)
- Princípios Contábeis propriamente Ditos (Teoremas)
- Restrições aos Princípios Contábeis – Convenções (Corolários).

1.39 Os **postulados ambientais** enunciam condições sociais, econômicas e institucionais dentro dos quais a Contabilidade atua. Os **princípios** representam a resposta da disciplina contábil aos **postulados**. Eles constituem os núcleo central da estrutura contábil, delimitando como a profissão irá posicionar-se diante da realidade social, econômica e institucional admitida pelos Postulados. E por último as **convenções** ou **restrições** representam, dentro do direcionamento geral dos princípios, certos condicionamentos de aplicação, numa ou noutra situação prática.”²¹

²¹ Deliberação No. 29/86 da CVM aprovou e referendou este pronunciamento do IBRACON.

Diante dessas observações conclui-se que os **Princípios Contábeis**, no seu sentido amplo, são o conjunto de regras que visa permitir que os profissionais contábeis realizem a escrituração, a apuração de resultados e a apresentação de demonstrações contábeis. Esses princípios surgiram da necessidade de apresentação de linguagem uniforme para se elaborar e interpretar, apropriadamente, as demonstrações contábeis.

A **Resolução n. 750/93 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC)**, normatizou o que seriam os **Princípios Fundamentais de Contabilidade (PFCs)**²², indicando que a observância a estes conceitos seria obrigatória no exercício da profissão. A seguir, é apresentado quadro sinóptico da estrutura dos princípios contábeis brasileiros, adaptado a partir de FABRETTI (2001:60):

²² Embora não expressa no instrumento normativo, implícita está a idéia da valorização no Brasil ao Princípio da Essência sobre a Forma, a focalização nos aspectos factuais em preponderância sobre fatores de caráter formal.

Quadro 2 – Sinópse da Estrutura Conceitual Contábil Brasileira

<p>Princípios Fundamentais de Contabilidade</p>	<p>1. Entidade A entidade e seu patrimônio são distintos das pessoas físicas ou jurídicas dos sócios e seus patrimônios particulares (POSTULADO)</p> <p>2. Continuidade Pressupõe-se que a entidade tenha duração indeterminada (POSTULADO)</p> <p>3. Oportunidade O registro contábil deve ser realizado tempestivamente e integralmente, independente das causas que o originaram.</p> <p>4. Registro pelo Valor Original Em razão da objetividade, os bens devem ser avaliados pelo seu valor de custo.</p> <p>5. Atualização Monetária Os valores do patrimônio devem ser demonstrados em moeda constante, ou seja, atualizados em cada um de seus elementos.</p> <p>6. Competência As receitas e despesas são reconhecidas no período em que foram incorridas, e não quando são recebidas ou pagas em dinheiro</p> <p>7. Prudência Os itens devem ser avaliados pelo menor valor para os componentes do Ativo e pelo maior valor para os componentes do Passivo</p>
<p>Convenções Contábeis</p>	<p>1. Consistência ou Uniformidade Uma vez adotado um método de avaliação, deve-se evitar mudá-lo a fim de manter a uniformidade das demonstrações contábeis</p> <p>2. Conservadorismo Compreendido no princípio da Prudência</p> <p>3. Materialidade ou Relevância Exercer controle e registro rigoroso para os valores mais relevantes.</p> <p>4. Objetividade Diante de duas avaliações possíveis para o mesmo bem, adotar a objetiva, ou seja, custo como base de valor.</p>

Neste ponto, cabe registrar que as companhias abertas brasileiras, quando da elaboração de suas demonstrações contábeis, devem respeitar, na medida do possível, aquilo que é estabelecido nos princípios fundamentais de contabilidade, bem como no tocante às convenções contábeis.²³

Para efeito deste trabalho, em estreita ligação com o “gerenciamento” dos resultados contábeis, cabe refletir brevemente sobre alguns princípios.

²³ Há os que entendam que os princípios de contabilidade são verdades dotadas de atributos de universalidade, e preexistem, portanto, a qualquer norma. Assim, se surge norma contábil em desacordo com os princípios contábeis, está-se diante de falha no sistema. Algo

- 1) Princípio da Competência de Exercício – Esse princípio determina que as receitas e as despesas sejam reconhecidas no momento em que sejam incorridas e não necessariamente quando do recebimento e do pagamento. Ocorre que nem sempre é possível generalizar-se para todos os negócios qual é o momento exato de reconhecimento de cada um desses itens.

Apenas com base nas especificidades do negócio poder-se-á identificar qual o momento correto do reconhecimento da receita. A receita pode ser reconhecida na venda, durante a produção ou tão somente na cobrança, sendo perfeitamente correto dependendo das circunstâncias concretas. De igual modo, na confrontação das despesas com as receitas que lhes deram origem, a associação requerida não é direta, tornando necessária avaliação e julgamento por parte do gestor para identificar o melhor critério de reconhecimento. Ocorre, entretanto, que nesses pontos em que se faculta ao gestor a escolha do momento de reconhecimento, cria-se a oportunidade para o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

- 2) Princípio da Prudência – Antes era apenas a convenção do conservadorismo. Este princípio tem forte implicação para os resultados contábeis, estando muito associado, portanto, ao escopo deste trabalho. De acordo com o próprio texto da Resolução 750/93 da CFC, o princípio da prudência impõe a escolha da hipótese que resulte no menor patrimônio líquido, quando se apresenta opção igualmente aceitável diante dos demais princípios fundamentais de Contabilidade. Dos comentários a Resolução 750/93, cabe transcrever a seguinte recomendação:

“A provisão para créditos de liquidação duvidosa constitui exemplo de aplicação do Princípio da Prudência, pois sua constituição determina o ajuste para menos, do valor decorrente de transações com o mundo exterior, das duplicatas ou contas a receber. A escolha não está no reconhecimento ou não da provisão, indispensável se houver risco de não recebimento de alguma parcela, mas sim, no cálculo do seu montante”.

Ainda nos comentários, adverte-se para os limites da aplicação dos Princípios:

“a aplicação do princípio da prudência não deve levar a excessos, a situações classificáveis como manipulações dos resultados, com a conseqüente criação de reservas ocultas, Pelo contrário, deve constituir garantia de inexistência de valores artificiais, de interesse de determinadas pessoas, especialmente administradores e controladores, aspecto muito importante nas entidades integrantes dos mercados de capitais”.

semelhante à norma jurídica que viola a constituição e, como tal, deve ser considerada nula dada a sua inconstitucionalidade.

- 3) **Convenção da Objetividade:** Essa convenção recomenda que, entre valor subjetivo e outro objetivo, a preferência seja pelo último. A prioridade será do lançamento dos fatos que sejam passíveis de comprovação documental e critérios objetivos. Outra particularidade da objetividade é a decisão baseada no consenso de pessoas qualificadas da profissão, reunidas em comitês de pesquisa, ou em entidades que tenham autoridade sobre os princípios contábeis. Idealmente, a objetividade passa por se buscar atingir posição de neutralidade para a contabilidade. A neutralidade passa pela elaboração contábil que não atenda a interesses específicos, seja dos sócios, da gerência ou dos investidores, mas que se limite a retratar o fenômeno patrimonial com isenção.

Em síntese, a convenção da objetividade indica que, entre critério subjetivo de valor e outro objetivo, o profissional contábil deverá optar pela hipótese mais objetiva. É natural que o propósito desta convenção seja eliminar ou restringir áreas de discricionariedade dos gestores na escolha de critérios contábeis, principalmente de valor. O aspecto crítico nesta convenção está em definir o que é objetivo e subjetivo.

2.7.3 Legislação Societária e a Legislação Tributária: O Perfil dos Relatórios Contábeis Brasileiros

São duas as principais leis que norteiam o ambiente do mercado de valores mobiliários.²⁴ A primeira delas é a Lei n°. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, dispõe sobre as Sociedades por Ações, conhecida como **Lei das Sociedades Anônimas**. A segunda é a lei 6.385/76, que disciplina o **Mercado de Capitais** e cria seu órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

À luz dessa legislação, o jurista MOSQUERA (1999:270) afirma que direito básico consagrado no sistema jurídico é o da proteção da transparência de informações. Todos aqueles que têm interesse em realizar investimentos no mercado de capitais devem dispor das mesmas informações, a fim de evitar que alguns sejam beneficiados em detrimento dos demais.

Em paralelo à legislação do mercado de capitais, existe a **legislação tributária**, que introduz no universo jurídico toda uma série de obrigações tributárias.

²⁴ Cabe registrar que se entende como mercado de valores mobiliários, também denominado de **mercado de capitais**, aquele no qual as operações são normalmente efetuadas diretamente entre poupadores e empresas, ou por meio de intermediários financeiros não necessariamente bancários, diferenciando-se, do **mercado financeiro**, no qual os bancos atuam como parte na intermediação, interpondo-se entre aqueles que dispõem de recursos e aqueles que necessitam de crédito.

Além das chamadas obrigações principais, tais como pagamento de tributos, existem as obrigações acessórias, ligadas a elaboração da escrituração contábil em padrões predefinidos. Um dos problemas criados pela legislação fiscal é o fato de que, por vezes, o Fisco sente-se com prerrogativas para impor sobre toda a contabilidade suas regras, ignorando os princípios contábeis consagrados e julgando-se o único usuário das demonstrações contábeis.

Legislação Societária

A Lei Nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) nos seu Capítulo XV, que trata do Exercício Social e Demonstrações Financeiras, configura a estrutura contábil a ser aplicada às Sociedades Anônimas. Entre os artigos 175 e o artigo 200 encontramos as principais regras que orientam as Sociedades Anônimas na elaboração de suas demonstrações contábeis. Em particular e estrita relação com o tema que será discutido, no artigo 187 do citado instrumento legal, é normatizada a Demonstração de Resultados de Exercício (DRE).

Para efeito da legislação societária nacional o conteúdo da demonstração de resultados são as receitas, despesas, ganhos e perdas que deverão ser apresentados de forma dedutiva, calculando-se claramente o lucro ou prejuízo líquido do exercício, bem como o lucro por ação. O resultado é subdividido em: lucro bruto, lucro operacional, resultados não-operacionais, impostos e participações sobre o lucro e o resultado líquido.

É importante destacar a observação presente em IUDÍCIBUS (*et all.*, 1995:36) quando se referindo à DRE:

“De fato, o lucro ou prejuízo líquido apurado nessa demonstração é o que se pode chamar **lucro do acionista**, pois, além dos itens normais, já se deduzem despesas do imposto de renda e as participações sobre os lucros a outros que não acionistas, de forma que o lucro líquido demonstrado é o valor final a se r adicionado ao patrimônio líquido da empresa que, em última análise, pertence aos acionistas, ou é distribuído como dividendo.”

A Lei das Sociedades Anônimas recepiona perfeitamente o Princípio da Competência, prescrevendo no seu art.187, parágrafo 1o.:

“§ 1o. Na determinação do resultado do exercício serão computados:
a) as receitas e os rendimentos ganhos no período, independente de

sua realização em moeda; e
b) os custos, despesas, encargos e perdas, pagos ou incorrido, correspondentes a essas receitas e rendimentos.”

Quando da elaboração da Lei das Sociedades Anônimas desmembrava-se o Princípio da Competência²⁵ em: 1) Princípio da Realização das Receitas e 2) Princípio da Confrontação das Despesas.

De crucial importância na elaboração da DRE é o princípio da confrontação de despesas, que exige que, no mesmo período em que forem lançadas as receitas e rendimentos, deverão ser registrados os custos, despesas, encargos e riscos correspondentes àquelas receitas. O IBRACON recomenda três critérios gerais para o reconhecimento de despesas:

- 1) Associação Causa-Efeito
- 2) Alocação Sistemática e Racional
- 3) Reconhecimento Imediato.

Ao comentar o critério de reconhecimento de despesas, o IBRACON em seu Pronunciamento, recomenda:

“49. Para aplicar os princípios do reconhecimento da despesa, os custos são analisados quanto à associação com a receita na base de causa e efeito; se não, o sistema de alocação sistemática e racional deve ser tentado. Se nem a associação da causa e efeito nem a alocação sistemática e racional podem ser usadas, os custos são reconhecidos como despesas no período incorrido ou no qual o prejuízo é determinável.”

Pelo que se verifica no reconhecimento das despesas, o julgamento realizado pelo gestor é de crucial importância para definir se a despesa deve ser confrontada com a receita e para escolher o critério que será utilizado.

²⁵ A Lei das Sociedades Anônimas, no seu art.177, explicita a obediência da escrituração contábil ao Princípio da Competência, bem como aos demais princípios contábeis:
“Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência”.

Legislação Tributária

A legislação tributária voltada à escrituração fiscal – Lei, Decretos Executivos, e Instrução Normativas da Secretaria da Receita Federal – têm como propósito possibilitar a cobrança de tributos. Essa legislação fiscal voltada para a escrituração contábil, tem como objetivo proporcionar a montagem da demonstração de resultado e balanço segundo os interesses específicos do Fisco.

Entretanto, não se deve ter a ilusão de que a chamada Contabilidade Fiscal,²⁶ no Brasil, esteja restrita exclusivamente à escrituração do LALUR, uma vez que a influência da legislação do imposto de renda é muito forte sobre a contabilidade geral.

Ao tratar o impacto da legislação fiscal sobre a contabilidade, cabe relembrar as considerações de IUDÍCIBUS (*et all.*, 1995:32)

“A contabilidade sempre foi muito influenciada pelos limites e critérios fiscais, particularmente o da legislação do imposto de renda. Esse fato, ao mesmo tempo em que trouxe para à Contabilidade algumas contribuições importantes e de bons efeitos, vinha sendo um fator que realmente limitava a evolução dos princípios contábeis, ou ao menos, dificultava a adoção de princípios contábeis adequados (...)”.

Na seqüência do texto os autores emitem as seguintes considerações:

“A despeito do mérito indiscutível quanto a adaptação da legislação fiscal à legislação societária e à sua contribuição para a viabilidade prática da Lei das SAs, não podemos, todavia, deixar de criticar algumas posições assumidas pelas autoridades fiscais que na prática, não têm permitido a adoção desse sistema na extensão que seria necessária. De fato, diversos pronunciamentos posteriores foram elaborados de forma a limitar a aplicação desse dispositivo, emitindo pareceres que deveriam ser de natureza meramente fiscal, mas que exigem e determinam tratamento contábil similar, às vezes até em desacordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos, e isso contraria o disposto na Lei das S.A.”

²⁶ A Contabilidade Fiscal tem como maior preocupação a apuração de resultado segundo as regras da legislação do Imposto sobre a Renda, com várias particularidades no tocante a apropriação de receitas e de despesas de forma bastante objetiva, palpável e que seja passível de ser fiscalizada. Para os agentes do Fisco constituiria grave problema ter que lidar com decisões e julgamentos subjetivos dos gestores. Imagine a situação de um agente fiscal tentando identificar se o critério de confrontação de despesas deveria ser mediante a associação de causa e efeito ou por alocação sistemática e racional!

Em virtude da interferência de critérios fiscais, a legislação fiscal torna-se relevante na montagem das demonstrações contábeis das companhias abertas. Deste modo não deve ser ignorada.

2.8 Fonte de Dados para a Pesquisa e Critérios de Seleção da Base de Dados

2.8.1 Fonte de Dados e suas Limitações

Nas pesquisas empíricas realizadas foram utilizados dados da **Economática**. Com o sistema **Economática** foi possível acessar os diversos relatórios contábeis e financeiros de companhias abertas, bem como informações referentes ao desempenho em termos de oscilação de preços de suas ações. Todavia, deve-se registrar que os dados contábeis referentes aos balanços trimestrais apresentam-se mais sintéticos, não havendo detalhamento comparável ao existente no caso dos balanços anuais. Outro aspecto muito importante é a presença de diversos itens da base de dados para os quais não existem informações (lacunas) no sistema, demandando do pesquisador relativo esforço para a “limpeza” dos dados.

2.8.2 Seleção das Empresas

Foram consideradas exclusivamente as ações negociadas nas Bolsas de Valores Brasileiras. Essa decisão implicou o sacrifício de grande número de empresas de outros países latino-americanos, nos quais se prevêem comportamentos semelhantes aos que foram verificados no Brasil. Entretanto, na busca de manter uniformidade e permitir efetiva comparabilidade dos resultados, o foco tornou-se opção natural. Acrescente-se também que os diferentes sistemas de contabilidade tornariam questionável a suposta análise.

As empresas possuem diferentes modalidades de ações sendo negociada no mercado. Com o objetivo de evitar dupla contagem de papéis da mesma empresa, foi escolhido aquele título que possuía maior volume de negociação em 31 de dezembro de 1999.

2.8.3 Período de Estudo

Decisão da maior relevância neste estudo foi o foco exclusivo nos anos de 1995 a 1999.²⁷ Embora o sistema **Economática** tenha informações a partir de 1986, dado a histórica inflação brasileira e o reduzido número de empresas disponibilizadas antes de 1995, julgou-se necessário limitar assim o período estudado.

Entre as vantagens na escolha deste período destacam-se:

- 1) A inflação nos anos do estudo é historicamente a mais baixa.
- 2) Não ocorreram significativas mudanças nos critérios contábeis.
- 3) Esboça as tendências recentes do mercado de capitais brasileiro, sendo retrato apurado da atualidade.

Entretanto, deve-se reconhecer que a redução do número de anos trouxe também problemas. Ao reduzir-se para apenas cinco (5) anos, limita-se radicalmente o número de observações disponíveis, tornando o estudo empírico sujeito a críticas no tocante às desejáveis propriedades assintóticas (necessidade de grandes amostras para inferir conclusões robustas).

É importante verificar que nenhum ajuste inflacionário foi feito às demonstrações financeiras. Neste trabalho investiga-se o “gerenciamento” dos resultados contábeis nos padrões em que eles são reportados (lucro legal). A preocupação não é identificar o lucro tecnicamente mais correto, mas acompanhar as circunstâncias que levam as empresas a “gerenciar” seus resultados publicados.

Neste trabalho não foi incluído o ano de 2000, pois até quando da realização deste estudo, ainda não estavam disponíveis para a maioria das empresas os relatórios contábeis do exercício contábil de 2000.

2.8.4 Estatística Descritiva

Pontos importantes sobre as informações coletadas:

- a) Fonte: Economática

²⁷ Para efeito dos modelos de estimativa de Acumulações Discricionárias (Capítulo 6) procurou-se ser ainda mais conservador analisando exclusivamente os anos de 1996-1999.

- b) Período: 1995-1999
- c) Empresas: 304 distribuídas em 15 setores
- d) Natureza dos Dados: Informações dos relatórios contábeis anuais, bem como a oscilação dos preços das ações. Eventualmente foram utilizados dados trimestrais.

Para efeito de se conhecer a amostra da população de empresas que foram analisadas em cada ano, e no período como um todo, apresenta-se a **Tabela 1** e a **Tabela 2**, que esboçam algumas estatísticas descritivas de itens e indicadores contábeis.

Comentários gerais

Tabela 1

Painel A: Constata-se que as empresas brasileiras com ações em bolsa, em termos médios, tiveram resultados negativos em todos os anos do período de 1995 a 1999. Destacando-se este último.

Painel B: Para os resultados operacionais, mais uma vez constataram-se resultados negativos em termos médios. Depreende-se que, em termos médios, os resultados não-operacionais agravam ainda mais os resultados das empresas. A exceção é o ano de 1999, quando os resultados não-operacionais parecem ter colaborado para minimizar as perdas.

Painel C: No tocante ao lucro operacional antes do pagamento de juros e dedução de depreciação e amortização (EBITDA) predominam resultados positivos.

Painel D: Para o capital de giro líquido constatam-se, em termos médios, resultados levemente negativos, particularmente para o ano de 1999. As empresas parecem que começam a financiar parte de seus ativos de médio e longo prazo com contas circulantes.

Tabela 2

Painel A: Em termos médios, predominam as empresas brasileiras com valor de mercado abaixo do valor contábil. Essa situação parece ir melhorando ao longo dos anos, salvo 1998. Em 1999, o valor médio das empresas já alcança 1,24. Entretanto, da análise em termos de quartil, percebe-se que provavelmente existam algumas empresas com valor de mercado muito acima do valor contábil, e grande maioria com valor de mercado abaixo do valor contábil.

Painel B: Os indicadores de endividamento foram aumentando ao longo do tempo, as empresas brasileiras passaram a tolerar com mais facilidade financiamento com capital de terceiros.

Painel C: O giro dos ativos foi caindo ao longo dos anos observados em termos médios. Indicando que, na média, as empresas giram o equivalente a algo próximo da metade de seus ativos por ano.

Painel D: O beta das empresas manteve-se relativamente estável. Dois pontos chamam a atenção neste indicador. 1) existem poucas empresas com beta acima de 1 e 2) verificou-se presença significativa de betas entre 0 e 1. Cabe registrar que o beta é um indicador de mensuração de risco. Betas superiores a 1 indicam que o título é mais sensível que o mercado (risco alto), os valores entre 0 e 1 indicam empresas de baixo risco. Finalmente beta negativo significa comportamento inverso ao mercado, quando o mercado cai o ativo reage positivamente, da mesma maneira no sentido inverso. Ativo com beta negativo significa algo semelhante a um seguro.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas de Itens Contábeis

Painel A : Lucros Líquidos em % dos Ativos Totais (LL_t/AT_t)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	227	-2.83	27.23	-2.88	1.90	4.87
1996	244	-3.05	26.41	-3.57	2.35	6.23
1997	249	-3.74	28.44	-2.95	2.42	6.46
1998	293	-5.10	34.39	-2.83	1.63	6.73
1999	296	-8.14	59.20	-4.51	1.02	6.95
Total	1309	-4.75	38.34	-3.47	1.88	6.34

Painel B : Lucros Operacionais em % dos Ativos Totais ($L.OP_t/AT_t$)

Ano	N	Média	D. Padrão	25%	50%	75%
1995	227	-1.25	25.92	-2.67	2.51	6.65
1996	245	-2.31	27.25	-5.39	2.67	7.25
1997	249	-3.06	27.86	-4.38	2.26	6.79
1998	293	-3.70	28.53	-3.45	1.81	6.35
1999	296	-11.56	60.11	-8.02	0.70	6.96
Total	1310	-4.67	37.57	-5.13	2.02	6.78

Painel C : EBITDA em % dos Ativos Totais ($EBITDA_t/AT_t$)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	204	4.39	8.10	-0.61	3.58	8.71
1996	217	5.17	7.52	-0.10	4.76	9.21
1997	217	5.12	7.99	-0.20	4.52	9.24
1998	247	5.60	11.61	-0.05	4.99	10.84
1999	250	7.50	9.32	0.17	7.26	13.22
Total	1135	5.63	9.17	-0.15	4.91	10.40

Painel D : Capital de Giro Líquido em % dos Ativos Totais (CG_t/AT_t)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	228	-0.23	31.00	-5.96	1.33	11.60
1996	244	-0.67	37.71	-6.70	1.19	13.38
1997	250	-2.33	39.33	-5.85	1.32	12.77
1998	297	-6.21	54.10	-7.27	0.62	11.95
1999	296	-11.08	79.11	-9.63	0.07	9.01
Total	1315	-4.50	52.95	-6.89	0.94	11.57

Notas: Tabela 1:

EBITDA = Lucro operacional antes do pagamento líquido de juros e da dedução de depreciação e amortização

Capital de Giro Líquido = Ativo Circulante – Passivo Circulante

Tabela 2 – Estatísticas Descritivas de Indicadores Financeiros

Painel A : Valor de Mercado/Valor Contábil (MV_t/BV_t)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	206	0.52	0.74	0.20	0.36	0.65
1996	225	0.78	0.96	0.25	0.49	0.97
1997	219	0.94	2.14	0.27	0.53	0.90
1998	248	0.60	1.10	0.20	0.41	0.67
1999	283	1.24	2.76	0.39	0.69	1.20
Total	1181	0.84	1.81	0.25	0.49	0.87

Painel B : Dívida sobre Ativos Totais ($Dívida_t/AT_t$)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	217	40.02	30.89	20.75	32.17	51.70
1996	228	43.84	40.00	21.79	36.63	54.42
1997	245	50.58	53.83	27.09	39.65	60.76
1998	250	55.18	58.44	28.51	44.03	68.83
1999	297	56.36	79.43	25.11	42.56	68.14
Total	1237	49.80	57.20	24.35	39.58	60.99

Painel C: Receitas Líquidas em % dos Ativos Totais (Rec_t/AT_t)

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	210	60.61	59.48	18.63	51.15	84.60
1996	226	56.85	55.26	19.42	44.60	80.80
1997	229	57.28	56.64	19.84	45.03	82.26
1998	273	49.14	48.06	13.88	38.02	70.64
1999	277	50.21	50.20	11.08	41.02	75.12
Total	1215	54.34	53.74	17.15	43.27	79.43

Painel D : Beta

Ano	N	Média	D.Padrão	25%	50%	75%
1995	202	0.55	0.56	0.23	0.48	0.79
1996	214	0.41	0.77	0.04	0.46	0.86
1997	221	0.33	0.56	0.07	0.34	0.70
1998	239	0.37	0.43	0.10	0.40	0.60
1999	262	0.48	0.57	0.20	0.50	0.80
Total	1138	0.43	0.59	0.10	0.40	0.74

Notas:Tabela 2

Dívidas = Exigibilidade

Beta estimado com base nos 18 meses anteriores

3 Revisão da Literatura: “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*)

3.1 Um Tema Palpitante na Contabilidade Financeira

Um olhar panorâmico sobre a literatura acadêmica em contabilidade nos Estados Unidos poderá dar a impressão de que o “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*) é área crítica do estudo contábil contemporâneo. A título ilustrativo, basta lembrar que nos “*top journals*” em contabilidade, tais como The Accounting Review, Journal of Accounting and Economics e Journal of Accounting Research foram publicados, de 1995 a 2000, mais de 35 artigos que lidam diretamente com o tópico, citando em seu título a expressão “*Earnings Management*”.

Outra boa referência da relevância do tema é a quantidade de revisões da literatura (*surveys*) que têm sido publicadas, entre estas caberia destacar: SCHIPPER (1989), HEALY & WAHLEN (1999), DECHOW & SKINNER (2000).²⁸

3.2 Os Principais Objetivos da Pesquisa na Área

Em geral, a literatura sobre “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*earnings management*) focaliza-se em quatro perguntas: Há? Por que? Como? Quais são os Efeitos? – do “gerenciamento” dos resultados contábeis:

²⁸ Breve comentário sobre as principais revisões da literatura (*surveys*) sobre o “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*):

SCHIPPER (1989): Muito importante quando de sua publicação, Usualmente citado pela maioria dos artigos que se seguiram no tema. Entretanto, dado o avanço da literatura na última década, já não pode ser usado como bom indicador do estado da arte.

HEALY & WAHLEN (1999): Excelente survey e com especial foco nas discussões das oportunidades para futuras pesquisas. É ótima opção para os que desejam iniciar-se no estudo do tema.

MCNICHOLS (2000): Para os interessados na discussão sobre as diversas metodologias empíricas aplicadas no estudo de gerenciamento dos resultados contábeis (*earnings management*). Este artigo oferece uma lista completa de publicações na área.

Perguntas Tradicionais de Pesquisa

- (1) Há? – Está ocorrendo gerenciamento dos resultados contábeis? Quem está praticando e em que magnitude?
- (2) Por quê? – Por que os resultados contábeis são gerenciados? Qual é o incentivo para os gestores administrarem os Resultados? Onde a administração acha motivação para “gerenciar” resultados?
- (3) Como? – Como a administração manipula resultados? Quais componentes da demonstração financeira são usados para “gerenciar”?
- (4) Quais são os efeitos? – Quais são as conseqüências deste comportamento?

A análise da literatura mostra que as questões 1 e 2 foram amplamente discutidas, com diversos artigos que evidenciam a existência do “gerenciamento” de resultados contábeis, bem como as motivações e incentivos que justificam essa prática. As questões 3 e 4 foram pouco exploradas até quando da realização desta revisão de literatura.

3.3 Os Incentivos para o “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*)

Apesar de serem muitos os incentivos para o “gerenciamento” de resultados contábeis (*earnings management*), é possível classificá-los em: (1) Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais; (2) Motivações Contratuais e (3) Motivações Regulamentares e Custos Políticos.

1) Motivações Vinculadas ao Mercado de Capitais

O amplo uso das informações contábeis pelo investidor e analistas na avaliação de ações cria incentivo para que os administradores “gerenciem” os resultados contábeis. O propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa. Por ser o foco central deste estudo, o tema em questão será tratado com mais profundidade adiante (Item 3.6).

2) Motivações Contratuais

Tais motivações originam-se na literatura conhecida como Teoria Positiva da Contabilidade (PAT),²⁹ que encara a contabilidade como instrumento para monitorar e regular os contratos entre a empresa e muitos dos seus grupos de interesse (*stakeholders*). Em tal perspectiva, as escolhas contábeis passam a ter efeito econômico, bem como se criam incentivos contratuais para “gerenciamento” dos resultados contábeis (HOLTHAUSEN & LEFTWITCH, 1983).

Compensação

Boa razão para os gerentes praticarem o “gerenciamento” de resultados pode ser encontrada no seu pacote de remuneração. HEALY (1985) está entre os primeiros a propor essa explicação, lembrando que os bônus constituem tradicional forma de compensar os executivos. Presume-se que os executivos que receberão parte de sua remuneração como bônus condicionados a lucros estarão “manejando” os resultados contábeis de modo a aumentar sua compensação.

Recentemente, HOLTHAUSEN, LACKER & SLOAN (1995), usando dados mais sofisticados, foram capazes de identificar que os executivos efetivamente “gerenciam” os seus resultados de modo a garantir remuneração contínua.

Empréstimos e suas Convenções (*Lending Agreements*)

Outra motivação também associada à teoria positiva da contabilidade (WATTS & ZIMMERMAN, 1986) está ligada às convenções contratuais celebradas entre uma firma e os seus credores. SWEENEY (1994) identificou significativas “manipulações”

²⁹ A PAT está edificada sobre proposições emanadas da escola neoclássica de economia (Versão Chicago). Implicitamente, observa-se que a PAT (WATTS & ZIMMERMAN, 1986) teve como inspiração a obra do Prêmio Nobel de Economia Milton Friedman “The methodology of Positive Economics”, da qual apontamos alguns postulados:

- i) O tomador de decisões tem um conhecimento correto de sua situação econômica.
- ii) O tomador de decisões prefere a melhor alternativa disponível conforme seus conhecimentos sobre sua situação e dos recursos que dispõe.
- iii) O tomador de decisões é motivado por seus próprios interesses e não apenas pelo interesse público.
- iv) Unidades e agentes econômicos apresentam um comportamento estável.

contábeis em firmas que estão na iminência de não conseguir manter os acordos (ou cláusulas) pactuados com os *credores (debt covenant clauses)*. DEANGELO (1996) examina empresas que são obrigadas a implementar mudança nos métodos contábeis para evitar pagar dividendos.

3) Motivações Regulamentares e Custo Políticos

A literatura sobre o “gerenciamento” de resultados contábeis (*earnings management*) explora, também, os efeitos da regulamentação sobre as firmas e os aspectos vinculados a custos políticos. A literatura comprova, por exemplo, que as firmas gerenciam seus resultados quando possuem lucros muito elevados, ou resultados acima da média de outros setores. O propósito seria evitar desgaste ou despertar inveja de outros setores, que poderiam alegar práticas de cartel ou monopólio.

Alternativamente, as empresas poderiam estar reduzindo seus lucros quando em investigações para implementação de uma proteção tarifária (JONES, 1991) ou para justificar medidas anti-*dumping* contra concorrentes estrangeiros.

Pelo que foi observado, quanto à motivação, o gerenciamento do resultado contábil, pode ter como objetivos:³⁰ i) minimização de custos políticos, ii) maximização da riqueza dos gestores ou iii) minimização do custo de capital. No **Quadro 3** são citadas as obras clássicas na literatura de “gerenciamento” de resultados contábeis, sua metodologia, resultados e contribuições. No **Quadro 4** identificam-se alguns estudos relacionados as três principais categorias de incentivos para o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

v) A firma é considerada um nexo de contratos (explícitos e implícitos) entre partes de interesses próprios.

³⁰ Motivações de Natureza Tributária existem para o “gerenciamento” de resultados contábeis, porém dois fatores devem ser levados em consideração: 1) a contabilidade para fins tributários é independente da contabilidade financeira (Lucro “Real” – fiscal – é diferente do Lucro Líquido) e 2) Manipulações de natureza tributária são ilegais e implicam crime de sonegação tributária, não havendo teoricamente discricionariedade de escolhas contábeis para os gestores.

Quadro 3 – Artigos Mais Citados na Área de *Earnings Management*

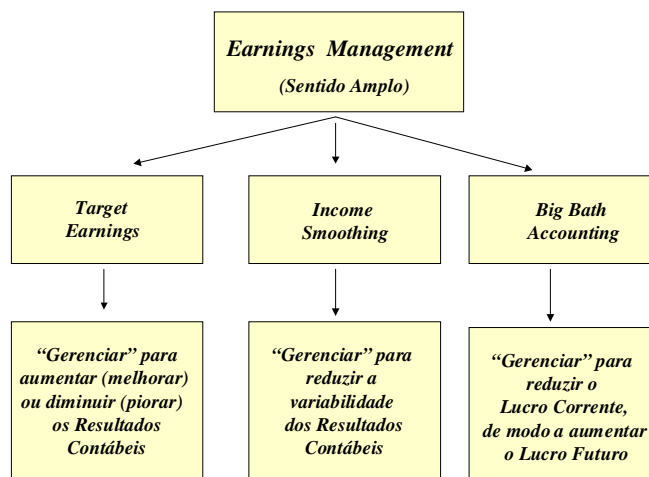
AUTOR(S)/ASSUNTO	METODOLOGIA	RESULTADOS	CONTRIBUIÇÕES
<p>HEALY (1985) Examina se os gerentes manipulam os lucros de modo a aumentar a sua remuneração na forma de bônus.</p>	<p>Testa a existência de “gerenciamento” de resultados contábeis pela comparação dos valores das Acumulações, com o seu valor médio no tempo. <u>Acumulações Totais</u> são as <u>proxies para o “gerenciamento” dos resultados contábeis (earnings management)</u>.</p>	<p>Existe uma associação entre o valor das <u>acumulações (accruals)</u> e os incentivos dos gestores para reportar aumentos dos lucros.</p>	<p>Texto clássico na área de “gerenciamento” dos <u>resultados contábeis (earnings management)</u>, bem como de compensação de executivos. Introduziu o primeiro modelo para avaliação, tornando-se referencial teórico para trabalhos posteriores.</p>
<p>McNICHOLS & WILSON (1988) Examina se os gerentes manipulam os lucros através do uso de provisões para devedores duvidosos.</p>	<p>Testa a existência de “gerenciamento” dos <u>resultados contábeis (earnings management)</u> pelo uso das provisões de devedores duvidosos, em empresas financeiras.</p>	<p>Os autores verificam que as empresas “gerenciam” seus resultados contábeis <u>pelo aumento da provisão de devedores duvidosos</u>, quando o lucro projetado é muito elevado em relação ao desejável.</p>	<p>Esse artigo oferece visão alternativa de pesquisa focalizar-se na análise da conta patrimonial em particular, em indústria específica. A análise não é geral como no modelo de Jones.</p>
<p>JONES (1991) Examina se firmas que vão se beneficiar de proteção alfandegária (ex. aumento da tarifas e redução das quotas) tentam reduzir os lucros adotando práticas de “gerenciamento” dos resultados contábeis (<i>earnings management</i>).</p>	<p>Usa os resíduos da regressão das <u>Acumulações Totais</u> em relação a mudanças nas receitas e do ativo permanente, como forma de mensurar as <u>Acumulações Discricionárias (discretionary accruals)</u>.</p>	<p>Os resultados não rejeitam a hipótese de que os gestores efetuam <u>práticas para reduzir os lucros</u> nos períodos em que estão sendo investigados, para efeito de criação de proteção alfandegária.</p>	<p>O modelo de Jones produziu grande impacto na literatura acadêmica contábil, criou ferramenta mais robusta para identificar o valor das acumulações discricionárias (discretionary accruals). Este modelo, apesar dos problemas técnicos, é, inquestionavelmente o mais utilizado.</p>
<p>BURGSTÄHLER e DICHEV (1997) Proporciona evidências de que as firmas “gerenciam” seus resultados para evitar perdas e para sustentar resultados obtidos.</p>	<p>Utilização de <u>histogramas da distribuição e da variação de lucros</u> entre firmas, para proporcionar evidências da existência de “gerenciamento” dos resultados contábeis (<i>earnings management</i>) ao redor de certos <i>benchmarks</i>.</p>	<p>Os autores encontram, a partir da distribuição empírica <u>freqüência incomum de pequenos lucros</u>, quando comparado à freqüência incomum de pequenos prejuízos.</p>	<p>A metodologia usada neste artigo <u>criou novo padrão para pesquisa</u> na área de “gerenciamento” dos resultados contábeis (<i>earnings management</i>). Vários artigos posteriores passaram a utilizar metodologias similares, especialmente devido a sua simplicidade.</p>

Quadro 4 – Motivações para “Gerenciamento” dos Resultados contábeis (*Earnings Management*)

Incentivos Contratuais	Estudos Relacionados
Contrato de dívida (<i>lending agreements</i>)	DHALIWAL (1980)
Contratos de Compensação de Executivos	HEALY (1985)
Negociação de Convenções coletivas de trabalho	LIBERTY and ZIMMERMAN (1986)
Contratos implícitos e Stakeholders Costs	BROWN, DUCHARME, and SHORES (1995)
Incentivos do Mercado de Capitais	
Melhorar termos em lançamento numa IPOs	TEOH, WELCH and WONG (1998)
Busca de financiamento externo, com o lançamento de Títulos	DECHOW, SLOAN and SWEENEY (1996)
Evitar perdas e manter a continuidade dos resultados	DEGEORGE, PATEL and Zeckhauser (1999)
Atender as expectativas de lucro dos analistas	BARTOV, GIVOLY e HAYN (1999)
Pagar regular dividendos aos acionistas	KASANEN, KINNUANEN, NISKANEN (1996)
Incentivos Reguladores	
Processos Políticos	WATTS and ZIMMERMAN (1978)
Proteção de Mercado (restrições alfandegárias)	JONES (1991)
Empresas que estão sendo investigadas	NADEU & CORNMIERS (1999)

3.4 Tipos de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

De acordo com as motivações envolvidas, podemos ter várias modalidades de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*), entre as quais caberia destacar:

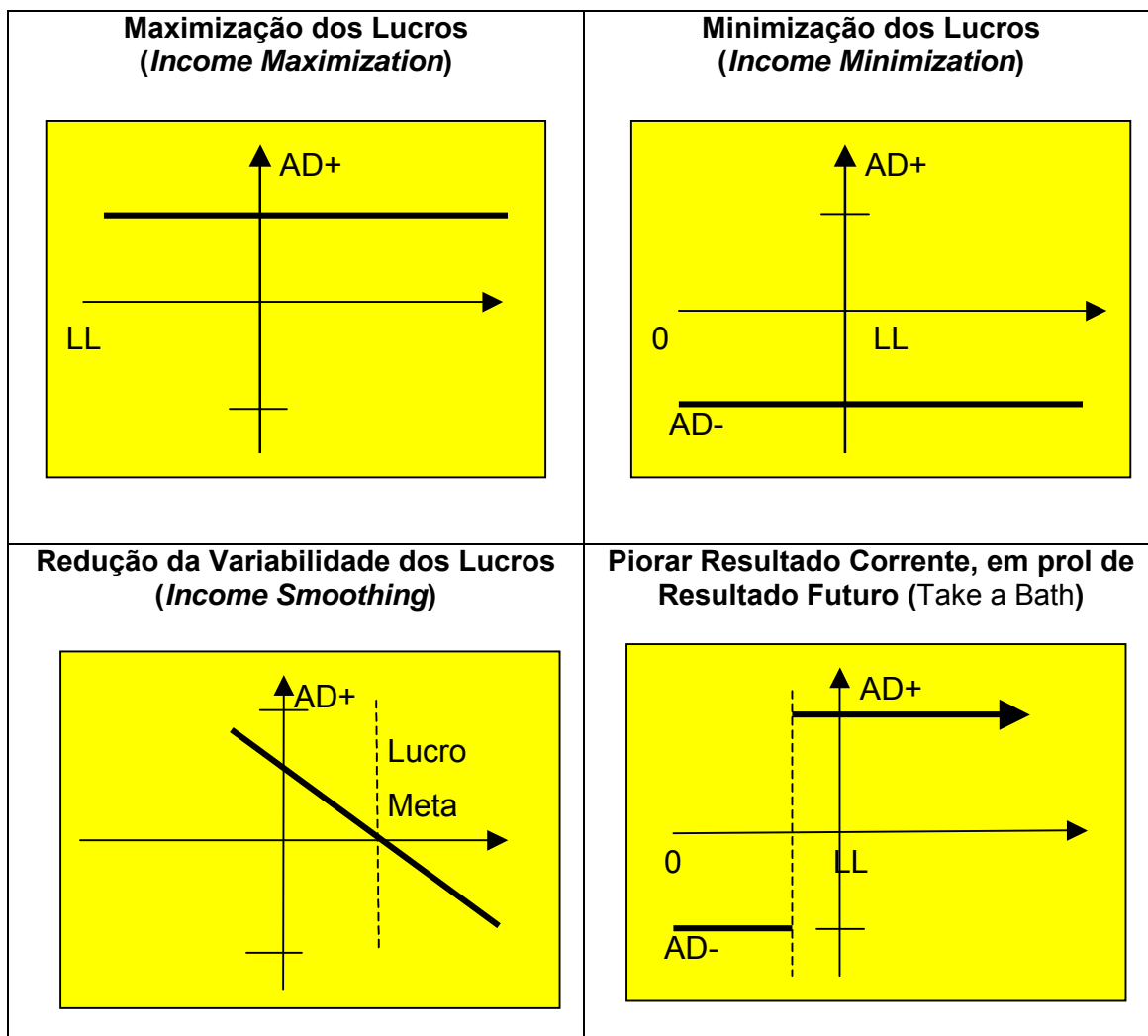


- 1) “Gerenciamento” dos resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são “gerenciados” de modo a atingir determinadas “metas” de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período.
- 2) “Gerenciamento” dos resultados contábeis para reduzir a variabilidade (Income Smoothing). O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação;
- 3) “Gerenciamento” dos resultados contábeis para reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros (Take a Bath ou Big Bath Accounting). As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro.

Quando se analisa em termos das Acumulações Discricionárias (AD) é possível definir-se também um padrão de comportamento, de acordo com a variabilidade das mesmas. Registre-se, entretanto, que o valor a ser assumido pelas AD tem sempre um limite que dependerá de cada empresa em particular. Ou seja, por mais que se possa “manejar” o resultado num sentido desejado sempre se encontrará uma restrição nas próprias contas contábeis. Por exemplo não se poderá provisionar uma depreciação em valor superior aos ativos.

Considerando, por hipótese, que exista um montante máximo de AD positivas e de AD negativas. Pode-se graficamente visualizar os diferentes tipos de gerenciamento de resultados (Ver **Quadro 5** e Nota).

Quadro 5 – Padrões de “Gerenciamento” de Resultados Contábeis a Partir das Acumulações Discricionárias (AD)



Nota ao Quadro 5:

Padrões de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis a partir das Acumulações Discricionárias (AD). Entende-se por AD, todos os lançamentos contábeis associados ao princípio da competência, que não envolvem caixa, e onde a avaliação discricionária do gestor é crucial para o reconhecimento de uma receita/despesa. No eixo horizontal está registrado o Lucro Líquido (LL), oscilando de valores negativos a valores positivos. No eixo vertical estão as AD, oscilando de um limite negativo máximo, até um limite positivo máximo. AD+ aumentam o lucro e as AD- diminuem o lucro.

Na maximização dos lucros observa-se que independente do montante de lucro, as AD+ estão no seu valor máximo. Na minimização dos lucros constata-se que as AD- estão no seu valor máximo. Na redução da variabilidade dos resultados, quando o LL for menor que o Lucro Meta estará se gerenciando para melhorar os resultados (AD+), quando o LL for maior que o Lucro Meta estará se gerenciando para piorar os resultados (AD-). Finalmente no gerenciamento para piorar resultados constata-se que quando a empresa não atinge um determinado patamar de resultado (prejuízo pequeno), está escolhe por gerenciar o resultado de modo a piorá-lo ainda mais.

3.5 Procedimentos Metodológicos Empíricos em “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

Da análise da literatura de “gerenciamento” dos resultados contábeis é possível distinguir três espécies de procedimentos metodológicos que são tradicionalmente utilizados para estudos empíricos na área:

- 1) Estudos com base na distribuição de freqüências
- 2) Estudos com base na análise de acumulações (*accruals*) específicas
- 3) Estudos com base no agregado das acumulações (*accruals*), buscando estimar as acumulações discricionárias.

3.5.1 Estudos com Base na Distribuição de Freqüências

A partir desta abordagem procura-se examinar as propriedades estatísticas da distribuição entrecruzada (*cross-sectional*) dos resultados contábeis das empresas, para verificar se determinados pontos de referência estariam motivando os gestores a praticar o “gerenciamento” dos resultados contábeis. Como precursores dessa metodologia deve-se citar os trabalhos de BURGSTHALER & DICHEV (1997) E DEGEROGE, PATEL & ZECKHAISER (1999). Esses estudos focalizam o comportamento de resultados contábeis ao redor de pontos de referência (*benchmarks*), tais como lucro zero e o resultado contábil do ano anterior, testando se a incidência de observações abaixo de um ponto de referência seria muito diferente das observações acima do mesmo ponto de referência.

Esse método possui algumas vantagens em relação a outros métodos, entre as quais destaca-se o fato de não ser necessário estimar as acumulações discricionárias (*discretionary accruals*). Entretanto, esse método, além de ser limitado para identificar a magnitude do “gerenciamento”, não permite saber que técnica foi utilizada para gerenciar o resultado contábil.

3.5.2 Estudos com Base em Acumulações Específicas

A segunda abordagem usada na literatura é modelar o comportamento de acumulações específicas, ou de indústrias particulares, com o propósito de verificar se esses itens são utilizados para o “gerenciamento” dos resultados contábeis. Como

exemplo desse procedimento cabe destacar os artigos de McNICHOLS & WILSON (1988), PETRONI (1992).

O foco na análise de contas específicas (ou de uma indústria) proporciona a oportunidade do desenvolvimento de modelagem mais compatível e adequada ao problema que está sendo apreciado. Entretanto, o uso desse método requer quantidade mais detalhada de observações (que nem sempre estão disponíveis). Trabalhos utilizando essa metodologia têm sido aplicados ao estudo de instituições financeiras e em geral os resultados não rejeitam as hipóteses de pesquisa.

3.5.3 Estudos com Base em Acumulações Agregadas

Para qualquer teste na área de “gerenciamento” dos resultados contábeis, é muito importante mensurar a discricionariedade da gestão sobre os lançamentos contábeis das acumulações (*accruals*). O desafio de qualquer modelo é encontrar a melhor estimativa de qual seria o valor das Acumulações Discricionárias (AD). Os modelos oscilam de muito simples a modelos mais sofisticados, visando sempre separar o componente discricionário do não-discricionário no resultado contábil.

O primeiro esforço em produzir um modelo para estimar o componente discricionário é atribuído a HEALY (1985), no qual foram usados os valores das acumulações totais como sucedâneos (*proxies*) da discricionariedade da gestão sobre os lucros. Apenas com o modelo de JONES (1991), foi introduzida a abordagem de regressões para controlar as acumulações não discricionárias (NAD) e, a partir daí, estimar indiretamente o valor das acumulações discricionárias (AD).

O modelo de JONES supõe que as Acumulações Não Discricionárias (NAD) dependem da variação nos níveis de receitas e dos valores dos Ativos Imobilizados. A idéia é que os volumes das acumulações correntes que serão necessárias dependem da receita, e as acumulações não correntes (depreciação) dependem do montante do ativo imobilizado. Portanto, uma vez que o modelo seja implementado, executado uma regressão múltipla (por série temporais ou entrecruzadas – *cross-sectional*), o pesquisador utilizará os coeficientes estimados para calcular as Acumulações não-Discricionárias (NAD) e, a partir daí, a diferença em relação às Acumulações Totais se computará às Acumulações Discricionárias (AD). A questão chave é perguntar: esse modelo efetivamente funciona bem?

Muitas das críticas ao modelo JONES estão baseadas no risco de erro de classificação. Na verdade, para qualquer modelo usado para estimar as acumulações discricionárias existe sempre o risco desse problema existir.

Um erro na classificação entre acumulação discricionária (AD) e as acumulações não discricionárias (NAD) reduz a força do teste e, no melhor cenário, reduz o poder de todo o procedimento metodológico adotado, mas, na pior situação, pode até levar o pesquisador a concluir que existe “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*), quando na verdade nada está ocorrendo.³¹

DECHOW, SLOAN & SWEENEY (1995) comparam os cinco modelos usualmente utilizados para estimar AD e concluem que o modelo de JONES (na sua versão modificada) oferece os melhores resultados. Entretanto, no mesmo trabalho os autores reconhecem que nenhum dos modelos oferece um método forte de estimativa.

No **Capítulo 6**, como se verificará, foi utilizado no contexto brasileiro o modelo de KANG & SIVARAMAKRISHNA (1995) (KS), aplicando princípios técnicos compatíveis, entende-se que o modelo KS represente expressivo avanço sobre o modelo de JONES.

Embora a maioria da literatura utilize o modelo de JONES para estimar as AD, acredita-se que este provoca sérios erros de classificação. Entre os problemas percebidos destacam-se:

- a) **Erros nas Variáveis:** alguns itens que podem ser manipulados não são considerados no modelo de JONES. Por exemplo, o controle efetuado para com a variável receitas ignora que as próprias receitas podem estar sendo manipuladas;
- b) **Variáveis Omitidas:** O modelo de JONES não controla variações nas despesas;
- c) **Simultaneidade:** uma vez que, no processo de estimativa, tanto as variáveis explicativas como as variáveis explicadas são conjuntamente

³¹ A potência de um teste é verificada quando se examina a frequência com que o modelo gera erros do tipo I. Erros do tipo I acontecem quando a hipótese nula em que os resultados são sistematicamente gerenciados em resposta a estímulos é rejeitada, quando na verdade a hipótese é verdadeira.

A força do teste deve ser examinada a partir da frequência com que gera erros do tipo II. Erros do tipo II acontecem quando a hipótese nula em que os resultados não são sistematicamente gerenciados em resposta a estímulos identificados pelo pesquisador, não é rejeitada quando na verdade a hipótese nula é falsa.

determinadas, isso provoca problemas de autocorrelação viesando os resultados da regressão.³²

Em resposta a todos esses problemas, a melhor alternativa parece ser o modelo de KS. Até onde se tem conhecimento, na literatura, nenhum outro modelo revisa cada um dos problemas anteriormente identificados. Para mitigar os problemas de variáveis omitidas, o modelo KS inclui as despesas operacionais na regressão, bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação nas receitas. E, finalmente, para corrigir o problema de simultaneidade, é empregada a metodologia de variáveis instrumentais.

Na medida em que o método contempla simultaneamente aspectos da teoria contábil e da boa técnica econométrica, espera-se que os resultados sejam mais robustos. Para reforçar esse argumento, cabe registrar os comentários de THOMAS & ZHANG (2000) em artigo recente que revisou todas as técnicas de estimativas das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*).

“We have investigated the accuracy of six different accrual predictions models, and offer the following findings... Only the Kang-Sivaramakrishnan (1995) model performs moderately well.”³³

Não existe modelo perfeito, mas o modelo KS parece ser, dentro do estado da arte atual, aquele que proporciona os melhores resultados.

No **Quadro 6** é oferecida uma descrição dos principais modelos utilizados para estimar as Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*). Por sua vez, o **Quadro 7** apresenta sinteticamente comparação das três principais metodologias usadas pela literatura de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*).

³² Cabe reproduzir as observações de KANG & SIVARAMAKRISHNAM (1995) “o problema de simultaneidade aparece em função de que tanto os regressores como os regressandos são conjuntamente determinados através das restrições impostas pelo US-GAAP e pelo princípio do débito e crédito. Nota-se que essas restrições são independentes tanto do “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis como dos problemas associados a variáveis omitidas”.(Tradução Livre). Em termos práticos, ignorar a existência da simultaneidade implica a realização de estimativas que forneceram coeficientes ineficientes.

³³ “Nos investigamos a exatidão de seis diferentes modelos de estimativa das acumulações, e oferecemos os seguintes resultados... Somente o modelo KANG-SIVARAMAKRISHNAM (1995) desempenha moderadamente bem”. Tradução Livre

Quadro 6 – Relação dos Modelos Usados pela Literatura Acadêmica em Contabilidade para Estimar Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*)

Modelo de HEALY (1985)

$$NAD_t = \sum_t AT_t / T$$

$$AD_t = AT_t - NAD_t$$

AT : Acumulações Totais (*Total Accruals*)

NAD : Acumulações Não-Discricionárias (*Non Discretionary Accrual*)

$t = 1, 2, \dots, T$ é o número de anos utilizados para estimar os NDA

Modelo de JONES (1991)

$$AT_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$NAD_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it})$$

$$AD_{it} = AT_{it} - NAD_{it}$$

$\Delta \text{Receitas}_{it}$ = receitas oper. Líquidas no ano t menos receitas no anos $t-1$ escalado pelos Ativos de $t-1$;

At.Imob : Ativo Imobilizado no t ;

A_{t-1} : Ativos totais em t a $t-1$;

α, β, γ = coeficientes estimados por regressão.

Modelo modificado de JONES (1995)

$$NAD_{it} = \alpha (1/A_{t-1}) + \beta (\Delta \text{Receitas}_{it} - \Delta \text{C.Receb}_{it}) + \gamma (\text{At.Imob}_{it})$$

$\Delta \text{C.Receb}_{it}$ = contas a receber líquidas no ano t menos o valor das contas a receber líquidas no ano $t-1$ escaladas pelos ativos totais em $t-1$

Modelo KANG & SILVARAMAKRISHNAN (1995)

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 \text{Rec}_{it}] + \phi_2 [\delta_2 \text{Desp}_{it}] + \phi_3 [\delta_3 \text{At.Imob}_{it}] + \varepsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 \text{Rec}_{it}] + \phi_2 [\delta_2 \text{Des}_{it}] + \phi_3 [\delta_3 \text{At.Imob}_{it}] \}$$

AT_{it} = *Acumulações Totais* = (CGL – Depreciação&Amortização) _{t}

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)

Desp_{it} = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação&Amortização

CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar

At.Imob _{t} : Ativo Imobilizado e Ativo Diferido

$\text{C.Receber}_{i,t-1}$ = Contas a Receber no período $t-1$

$\text{DEPREC}_{i,t-1}$ = Despesas de Depreciação

$\delta_1 = \text{C.Receber}_{i,t-1} / \text{Rec}_{i,t-1}$, onde AR (contas a receber)

$\delta_2 = (\Delta \text{CG} - \text{CRec}_{it}) / \text{Desp}_{i,t-1}$

$\delta_3 = \text{DEPREC}_{i,t-1} / \text{A.Imob}_{i,t-1}$

Rec_{it} , Desp_{it} , At.Imob_{it} , essas variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

Quadro 7 – Metodologias Empíricas em “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

Tipos de Metodologia	Modelos de Distribuição de Frequências	Modelos de Acumulações Específicas “ <i>Specific Accruals</i> ”	Modelos para as Acumulações Agregadas “ <i>Aggregate Accruals</i> ”
Metodologia Empírica	Foco no comportamento dos lucros ao redor de pontos de referência (<i>benchmarks</i>) específicos, analisando discontinuidades das distribuições.	Foco em contas específicas ou indústrias em particular, nas quais uma conta – acumulação (<i>accrual</i>) é relevante e pode ser mensurada com certa precisão.	Foco no agregado de contas (acumulações totais) para procurar estimar o montante discricionariamente alterado (<i>acumulações discricionárias</i>), que pode ser entendido como sucedâneo (proxy) do “gerenciamento” dos resultados contábeis.
Estudos Relevantes	Burgsthaler and Dichev (1997) Degeorge et all (1999) Myers and Skinner (1999) Beaver et all (2000)	McNichol and Wilson (1988) Petroni (1992) Beaver and Engel (1996) Beaver and McNichol (1998)	Healy (1985) Jones (1991) Dechow et all (1995) Kang and Silvaramakrishnan (1995)
Vantagens da Metodologia	.Simplicidade. .Evidência intuitiva proporcionada pela visualização dos histogramas. .Quantificação dos números de empresas que estão manejando resultados.	.Permite identificar se determinada conta é usada como meio para “manejar” resultados. .Modelagem mais voltada às particularidades da indústria, torna-se mais completa e robusta.	.Aplicabilidade para horizonte amplo de empresas .Permite mensuração do montante que está sendo manejado, identificando se positivo ou negativo (comparabilidade)
Desvantagens da Metodologia	.Não permite calcular o montante discricionariamente alterado. .Não identifica o método como as empresas estão “gerenciando” de seus resultados.	.Necessidade de dados específicos da indústria ou de uma conta em particular que nem sempre estão disponíveis para o pesquisador.	.Modelos incorrem em erros de mensuração. Dificuldade prática que encontrar um modelo que estime com precisão quais são as contas discricionariamente alteradas. .Complexidade, problemas econométricos e grande quantidade de dados requerida.
Aplicação da Metodologia neste Trabalho	Capítulo 4	Capítulo 5	Capítulo 6

3.6 Incentivos para “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis Vinculados ao Mercado de Capitais

Entre as linhas de pesquisa que investigam os incentivos criados pelos mercados de capitais para o “gerenciamento” de resultados contábeis, caberia destacar:

- 1) Analisar os incentivos criados pelos participantes do Mercado de Capitais para alcançar determinados pontos de referência (*benchmarks*);

- 2) Analisar o “gerenciamento” dos resultados contábeis motivado pelo lançamento de determinados títulos;
- 3) Testar se os investidores são “iludidos” pelo “gerenciamento” de resultados contábeis.

1) Incentivos para que os Gestores Alcancem Determinados Pontos de Referência

Diversas publicações, no final da década de 1990, começaram a documentar a existência de incentivos dos gestores para atingir determinados pontos de referência (benchmarks), incluindo: a) Evitar Perdas; b) Apresentar uma melhoria nos resultados contábeis; b) Atingir as expectativas dos analistas no que se refere aos lucros trimestrais.

Em continuidade ao trabalho de HAYN (1995), diversos artigos documentaram que pequenas perdas são pouco usuais, enquanto que pequenos ganhos são muito usuais. No mesmo sentido foi evidenciado que pequenas quedas nos resultados contábeis são pouco usuais quando comparadas a pequenos aumentos nos resultados contábeis. (BURGSTAHLER and DICHEV, 1997 e DEGEORGE, PATEL And ZECKHAUSES, 1999).

DEGEORGE, PATEL & ZECKHAUSER (1999) oferecem evidências de hierarquia entre três pontos de referência para os lucros. Eles observaram que o fator mais importante é evitar reportar perdas mas, uma vez que a lucratividade seja assegurada, torna-se importante apresentar melhoria nos resultados dos balanços trimestrais e, por último, passa a ser relevante atingir aquilo que foi prognosticado pelos analistas em termos de resultados. BARTH, ELLIOT and FINN (1999) documentaram que, entre outros aspectos, firmas apresentando crescimento contínuo são precificadas com prêmio no mercado, e esse prêmio aumenta com a extensão do período em que o resultados de crescimento se manifestou.

SCKINNER & SLOAN (2000) verificaram que o preço das ações de empresas em crescimento (glamour stocks) é muito sensível a notícias adversas. Os autores interpretam esse fenômeno como um superotimismo dos investidores relativo ao futuro crescimento dos lucros das empresas.

2) Estaria o Gestor Praticando o “Gerenciamento” de Resultados para Melhorar os Termos de Oferta de Equity

Alguns estudos recentes demonstraram que os gestores gerenciam os seus lucros no momento do lançamento de seus papéis [IPO – *Initial Public Offering*] (TEOH, WELCH and WONG, 1998). Nas finanças corporativas é plenamente sabido que firmas que fazem o seu primeiro lançamento, usualmente, desempenham abaixo do mercado nos anos seguintes à emissão. Nesse sentido existem evidências que:

- a) Os resultados contábeis das firmas que fazem ofertas públicas no mercado de capitais são de modo geral excepcionalmente favoráveis.
- b) Os resultados contábeis após o lançamento são de modo geral modestos nos anos seguintes à oferta pública.
- c) Existe forte associação entre a extensão do “gerenciamento” de resultados e o desempenho subsequente da ação – firmas com muitas acumulações (*accruals*) têm pior desempenho nos anos após o lançamento.

As evidências demonstram que os investidores não vêem o “gerenciamento” de resultados no momento do lançamento de títulos. Entretanto, à medida que o tempo vai passando, o “gerenciamento” vai se tornando mais evidente, e o desempenho da ação fica abaixo do mercado.

3) Resposta dos Participantes do Mercado a Diferenças na Qualidade dos Resultados Reportados

A qualidade dos lucros pode ser verificada de acordo com o peso relativo do fluxo de caixa e das acumulações (*accruals*). Lucro de “boa” qualidade seria aquele baseado primeiramente em caixa operacional; lucro de “baixa” qualidade seria aquele composto predominantemente de acumulações (*accruals*). Segundo o estudo de SLOAN (1996), firmas com grande volume de acumulações (*accruals*) nos resultados possuem o seguinte comportamento:

- Os lucros tendem a cair ao longo dos próximos três anos, em função de reversões das provisões.
- As maiores reversões são atribuídas a componentes do circulante da empresa.
- Os preços das ações dessas firmas declinam ao longo do período de três anos, e esses declínios nos preços são atribuíveis a declínios nos resultados contábeis.

Apresentam-se no **Quadro 8** algumas motivações para a prática do “gerenciamento” dos resultados contábeis associadas aos mercados de capitais.³⁴

Quadro 8 – Alguns Artigos na Área de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis com Motivação Vinculada ao Mercado e Capitais

Autor(s)/Assunto	Metodologia	Resultados	Comentários
<p>KASANEN, KINNUANEN, NISKANEN (1996)</p> <p><i>Dividend-based earnings management: Empirical Evidence from Finland</i></p> <p>Examina se existe “administração” do resultado contábil de modo a pagar cota regular de dividendos</p>	<p>Testa, com base nos dividendos que se espera pagar, se a empresa define montante de lucro alvo, ao qual procurará se ajustar.</p>	<p>Os autores encontram evidências de que as firmas ajustam seus resultados de modo a proporcionar fluxo regular de dividendos para seus acionistas.</p>	<p>A decisão de pagar dividendos é crítica, esse artigo demonstra, empiricamente, que algumas empresas se preocupam com o sinal que a queda nos dividendos poderia provocar sobre os acionistas (Efeito Clientela).</p>
<p>TEOH, WELCH and WONG (1998)</p> <p><i>Earnings management and Long Run Market Performance of Initial Public Offerings (IPO)</i></p> <p>Examina se as empresas manejam os seus resultados de modo a obter melhores termos em sua primeira subscrição de ações.</p>	<p>Analisa o valor das Acumulações (<i>Accruals</i>) Totais para verificar a se as empresas “gerenciam” os seus resultados nos anos anteriores e posteriores a realização do IPO.</p>	<p>As firmas que estão realizando IPO possuem valor relativamente alto de acumulações (<i>accruals</i>) correntes, quando comparados a firmas da mesma indústria. As acumulações discricionárias são bom preditor para o desempenho das ações nos três anos subseqüentes.</p>	<p>Esse artigo oferece explicação razoável para o fato das firmas que efetuam IPO, terem desempenho abaixo do Mercado nos anos subseqüentes ao lançamento da IPO. Adicionalmente, possui implicações para áreas da literatura que tratam de Venture Capital, Recomendações de Banco de Investimento e Previsão de Analistas de Mercado.</p>
<p>BAE, JEONG and KANG (2000)</p> <p>Earnings management around Different Types of Security Offerings</p> <p>Examina se existe diferente nível de “gerenciamento” de resultados contábil ao redor do tempo de lançamento de ações, debentures e contratação de endividamento.</p>	<p>Utiliza o modelo de Jones para estimar as acumulações discricionárias (<i>discretionary accruals</i>), e o grau de “gerenciamento” dos resultados contábeis (<i>earnings management</i>).</p>	<p>Os resultados apoiam a hipótese de que as acumulações discricionárias (<i>discretionary accrual</i>), ao tempo do lançamento de ações ordinárias, são maiores que quando do lançamento de dívidas convertíveis (<i>debêntures</i>)</p>	<p>Esse artigo indica que o levantamento de capitais constitui-se em importante fator motivador do “gerenciamento” dos resultados contábeis. É nítido que o lançamento de ação ordinária no mercado é fator crítico para qualquer empresa.</p>

³⁴ A partir da revisão geral da literatura sobre “gerenciamento” dos resultados contábeis, verifica-se que até o momento aproximadamente 6 em cada 10 artigos tratam de motivações contratuais; 3 em cada 10 referem-se a aspectos regulamentares; e apenas 1 em cada 10 estaria vinculado a motivações dos mercado de capitais. Diante desse cenário, acredita-se existir grande espaço para produções científicas vinculadas a esta última motivação.

4 “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis para Evitar Perdas e para Sustentar o Desempenho Recente

4.1 Apresentando o Problema

Com BURGSTAHELER & DICHEV (1997) e DEOGERGE, PATEL and ZECKEHAUSEN (1999) surgiram os primeiros trabalhos empíricos tendentes a confirmar que as empresas “gerenciavam” seus resultados contábeis no sentido de atingir determinados pontos de referência para o mercado (*benchmarks*). Esses autores, com base em metodologia fundada na distribuição de freqüências, indicaram que as empresas estariam preocupadas com três pontos de referência bem definidos.

Em ordem de relevância, os pontos são os seguintes:

- 1) **Evitar Perdas:** As empresas procuram evitar a apuração de perdas em seus resultados contábeis. Portanto, se o resultado contábil latente indica que está ocorrendo pequeno prejuízo, farão o possível para reverter essa situação e apresentar pequeno lucro como resultado.
- 2) **Sustentar o Desempenho Recente:** As empresas procuram sinalizar para o mercado a idéia de continuidade de resultados e de crescimento constante. Em situação na qual a empresa terá desempenho um pouco inferior à referência contábil passada, esta procurará ajustar-se de modo a manter a continuidade;
- 3) **Confirmar as Expectativas dos Analistas:** As empresas procuram apresentar resultados que sejam próximos daqueles que foram projetados pelos analistas de mercado. A intenção é atender às expectativas e evitar surpresas na divulgação dos resultados.

Um dos pontos críticos desses estudos é a inexistência de teoria que justifique a preocupação dos gestores das empresas em atingir determinados pontos de referência.

Entre algumas teorias que poderiam justificar essa conduta dos gestores, caberia citar entre outras: (1) **Teoria dos Custos de Transação** e (2) a **Teoria Prospectiva (*Prospect Theory*)**.

Segundo a Teoria dos Custos de Transação, as informações sobre os lucros afetam os termos de negociação das empresas com os seus grupos de interesse (*stakeholders*) e, de modo geral, os termos serão mais favoráveis quanto melhores forem os lucros. Além disso, admite-se que os custos de coleta, processamento e divulgação de informações são elevados, e que pelos menos alguns dos grupos de interesse (*stakeholders*) acabam determinando os termos de transação em bases arbitrárias, tais como cortes em torno do nível zero de resultados contábeis. Desse modo, o desempenho financeiro da empresa é importante referência para definir as condições de relacionamento com o ambiente em geral.

BROWEN R, DUCHARME and SHORES (1995) discutiram diferentes incentivos para registrar na contabilidade resultados melhores, atendendo às expectativas dos grupos de interesse (*stakeholders*) tais como empregados, clientes, fornecedores, credores e demais grupos.

Como exemplo de incentivos para reportar bons resultados cabe registrar:

- a) Os clientes estão dispostos a pagar maior preço por bens e serviços da firma que provavelmente poderá assumir as obrigações e honrar garantias oferecidas;
- b) Os fornecedores oferecem melhores termos de negociação, pois é mais provável que a firma possa efetuar o pagamento das encomendas e que realize maiores encomendas no futuro.
- c) Os credores propiciam melhores termos para as firmas, pois é menos provável que estas venham a ter problemas de insolvência no futuro.
- d) Os empregados mais valiosos estarão mais dispostos a ficar na empresa, ainda que com menores salários.

Todavia, deve-se reconhecer que existem também fatores que levam as empresas a evitar apresentar resultados muito bons, tais como: 1) aspectos tributários, 2) rigoroso controle sindical dos trabalhadores para renegociação de salários e 3) obrigatoriedade de pagamento de dividendos.

Como uma explicação alternativa, merece ser comentada a teoria prospectiva (*Prospect Theory*) atribuída a KAHEMAN & TVERSKY (1979). Segundo esta abordagem, os tomadores de decisão esperam obter ganhos e perdas, tendo como base simples referências, ao invés de um estudo concreto da variação da riqueza. Para essa teoria a atribuição de valores à empresa é côncava nos lucros e convexa

nos prejuízos (formato em S). Assim o valor é muito sensível nos pontos ao longo do resultado em torno do zero.

A proposta para este capítulo será verificar se as companhias abertas brasileiras, a exemplo do que ocorre nos EUA, estariam também “gerenciando” seus resultados contábeis para atingir determinados pontos de referência.

4.2 Formulando as Hipóteses de Pesquisa

Neste momento, é importante ressaltar que diversos fatores tornam as empresas brasileiras muito específicas para efeito das análises que aqui estará sendo realizada.

Entre os fatores mais importantes, é preciso salientar que o mercado de capitais nacional, apesar de ser o maior da América Latina,³⁵ continua sendo muito pequeno quando comparado ao mercado norte-americano. Adicione-se a isso a inexistência, no Brasil, de cultura voltada à utilização dos mercados de capitais como alternativa de poupança. Grandes oscilações decorrentes da instabilidade econômica do país, de práticas desleais e de tradição de não se respeitarem os interesses dos acionistas minoritários conduzem a um quadro completamente diferente da realidade do mercado de capitais americano.

Além dos fatores associados aos mercados de capitais, a contabilidade nos padrões dos US-GAAP oferece grande flexibilidade para as empresas implementarem suas escolhas contábeis. O que não é o caso brasileiro, em que a contabilidade é definida em padrões mais rígidos. Nas normas contábeis brasileiras prevalece o sentido prescritivo, definindo qual deve ser o procedimento em determinada circunstância, reservando ao gestor reduzido poder discricionário para escolher entre alternativas.

Embora em circunstâncias distintas, entende-se que os mesmos fatores que motivam as empresas norte-americanas estão presentes no Brasil, com específicas

³⁵ Para se ter idéia da dimensão do mercado de capitais brasileiro em relação ao americano, cabe registrar que o valor de mercado da Coca-Cola, corresponde a quase duas vezes ao valor total de mercado de todas as empresas abertas brasileiras.

particularidades que serão discutidas ao longo deste capítulo. Assim, podem-se formular as primeiras hipóteses de pesquisa:

H1: Cias Abertas Brasileiras “gerenciam” os seus resultados contábeis para evitar reportar perdas.

H2: Cias Abertas Brasileiras “gerenciam” os seus resultados contábeis para sustentar o desempenho recente.

Para testar essas hipóteses,³⁶ foi aplicada a metodologia de distribuição de freqüências aos dados disponíveis das Companhias Abertas brasileiras no período de 1995 a 1999. A razoabilidade das hipóteses formuladas será discutida com mais detalhes nas seções seguintes deste capítulo.

Embora não tenha sido aplicado qualquer teste estatístico para evidenciar a significância dos resultados documentados, a apresentação dos histogramas colabora com o convencimento de que existe preocupação em apresentar números que agradem ao mercado de capitais.

Neste estudo não foi possível analisar se as companhias brasileiras estariam gerenciando seus resultados contábeis de modo a atender às expectativas dos analistas de mercado. O motivo principal para não ter sido realizada essa investigação foi a falta de acesso aos dados sobre expectativas de analistas.

4.3 Detalhes Metodológicos para Plotar os Histogramas

As evidências que serão reportadas a seguir estão relacionadas às descontinuidades na distribuição das freqüências nos valores ao redor de zero. Para

³⁶ Cabe esclarecer que hipótese é explicação plausível para observação que pode ser testada. Dois pontos merecem destaque nessa definição. Primeiro, a explicação deve ser razoável, baseada nas circunstâncias que são conhecidas do fenômeno. Segundo, a explicação deve ser testável. Se não puder ser posta à prova, então é considerada mera conjectura. Cabe acrescentar também que um dos erros mais usuais em trabalhos empíricos é a confusão entre a definição do problema e a hipótese. Indo além, uma das razões mais comuns de interpretações errôneas das implicações de resultados experimentais é a dificuldade em entender que a hipótese não é o problema.

permitir melhor visualização dos histogramas, torna-se necessário definir certos critérios científicos que permitam uniformizar as figuras que serão apresentadas.

Primeiramente, para plotar um histograma empírico, é necessário escolher o tamanho das barras, buscando balancear a necessidade de uma estimativa da densidade, com o anseio de uma resolução de boa qualidade. Com base em SCOTT (1992:75) – “**Multivariate Density Estimation: Theory, Practice and Visualization**”, foram aplicadas suas recomendações técnicas de utilizar o valor do intervalo interquartilico como base para a definição da dimensão das barras de freqüências;

$$\text{Largura da Barra} = 2,603 \times (\text{IQ}) \times n^{(-1/3)},$$

Onde:

IQ: intervalo inter-quartilico.

n: número de observações disponíveis.

Com essa fórmula, a largura da barra de freqüências dependerá do número de observações disponíveis (relação inversa) e da dispersão existente entre essas variáveis. Ou seja, quanto maior for o número de observações, mais estreitas deverão ser as barras; entretanto, quanto maior for o intervalo interquartilico, maior deverá ser a dimensão da barra.

As variáveis foram apresentadas em termos de porcentagem. Na literatura internacional predomina a utilização do **valor de mercado (Equity)** como base para a porcentagem. Embora se reconheça que o valor de mercado expressa com maior fidedignidade o retorno do acionista ou a geração efetiva de riqueza do negócio, optou-se pela utilização do **valor dos ativos totais** para medir em porcentagem as variáveis em quase todo o trabalho.

Entre as razões que justificam essa escolha, cabe destacar: 1) A excessiva flutuação dos preços das ações no mercado brasileiro e 2) A circunstância de que a maioria das Companhias Abertas (no período estudado) possui valor de mercado abaixo do valor patrimonial contábil.

Note-se que as figuras que serão apresentadas proporcionam apenas evidência preliminar da existência de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*) no Brasil. As conclusões serão induzidas pelo fato de que

existe freqüência mais alta que a esperada de firmas com pequenos lucros (ou crescimento nos resultados), quando comparadas à freqüência de firmas com pequenos prejuízos (ou decréscimos nos resultados).³⁷

O grande impacto dessa abordagem está em evidenciar abrupta descontinuidade nas variações de freqüências em torno do zero, quando comparado a variações em outros pontos do histograma.

4.4 Hipótese “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*) para Evitar Perdas nas Companhias Abertas Brasileiras

Para testar a hipótese de pesquisa, foram plotados diversos histogramas entrecruzados (*cross-sectional*) das empresas/ano para as quais foram obtidos os dados. As figuras 1 a 6 apontaram fortes evidências de “gerenciamento” dos resultados contábeis, com certos detalhes que aqui passam a ser descritos.

4.4.1 “Gerenciamento” para Evitar Perdas em Período Anual

A **Fig. 1** apresenta a distribuição de freqüência de lucros líquidos anuais medidos em termos de porcentagem dos ativos totais no intervalo de -30% a 30%. Por essa figura é possível constatar o comportamento da curva relativamente contínuo, exceto na área ao redor do lucro zero. Os lucros abaixo de zero acontecem muito menos freqüentemente do que seria esperado considerando comportamento de continuidade ao longo de toda a curva. Alternativamente, lucros em montante pequeno são muito mais freqüentes do que seria esperado considerando certa continuidade nas variações entre lucros.

³⁷ A hipótese formulada pelos pesquisadores pioneiros no uso desta abordagem presume que a distribuição dos lucros deve possuir comportamento normal. BURGSTHELER & DICHEV (1997) bem como DEGEORGE, PASTEL and ZECKHAUSENER (1999) esperam encontrar distribuição normal dos lucros e, com base nisso, constroem um teste para verificar o quão distante da normal está a curva nos pontos ao redor do lucro zero (ou zero crescimento). Embora seja sedutor calcular um número que permitisse quantificar o grau de descontinuidade, bem como comparar diferentes situações, a verdade é que não existe nenhuma justificativa teórica que suporte a hipótese de que a “verdadeira” densidade deve possuir curvatura similar à distribuição normal.

Ainda na **Fig.1**, para permitir comparação com a hipótese de normalidade, a curva normal é plotada a partir das observações utilizadas para montagem do histograma. Quando se compara a distribuição normal à frequência, novas evidências surgem de que os resultados negativos, de modo geral, foram inferiores àquilo que se esperaria dentro do comportamento de normalidade.

Intuitivamente, a distribuição empírica indica que, em situação de resultados nulos, é muito mais provável que a empresa tenha pequeno lucro que pequeno prejuízo. É nítido que existe aversão a apresentar resultados negativos.

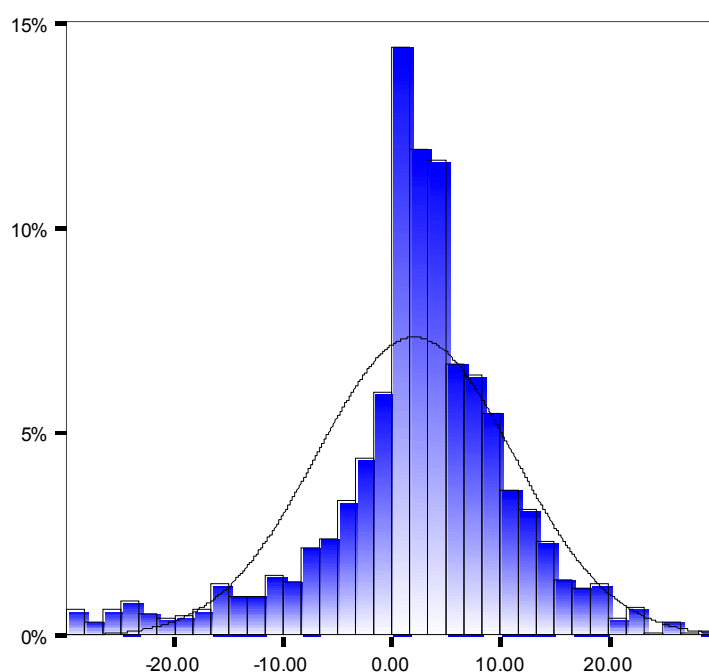


Figura 1 – Distribuição empírica do Lucro Líquido (LL)

Anual medido em termos de porcentagem dos Ativos Totais das Companhias Abertas Brasileiras no período de 1995-1999. No eixo horizontal registra-se o LL_t/AT_t entre -30% a 30% e no eixo vertical a frequência é a porcentagem das observações encontradas num determinado intervalo.

4.4.2 “Gerenciamento” para Evitar Perdas em Período Trimestral

Na mesma linha de pesquisa cabe agora observar a **Fig. 2** com a distribuição empírica dos lucros líquidos trimestrais por ação medidas em termos de porcentagem

dos preços das ações. Nestas figuras há duas distinções importantes em relação à **Fig.1**. Ao invés do valor anual, o que se está sendo estudado são os resultados trimestrais e, para atestar que a variável que é usada para medir em termos de porcentagem não influencia a análise, foi utilizado o preço da ação. Desse modo, o histograma apresenta a distribuição do inverso do **P/L (Ind. Preço e Lucro)**: esta variável é muito utilizada na análise fundamentalista de ações.

Para o caso concreto dos lucros trimestrais, percebe-se preocupação em apresentar resultados positivos para o primeiro, segundo e terceiro trimestres do exercício contábil. Entretanto, curiosamente, o quarto trimestre é aquele em que a distribuição das freqüências se aproxima mais daquela que seria esperada como comportamento “normalizado”.

Como explicar esse fenômeno? A possível justificativa é que para o primeiro, segundo e terceiro trimestres é muito importante manter sempre a sinalização dos lucros positivos, porém, para o quarto trimestre isso não é o mais importante, pois o que de fato desperta a atenção do investidor é o resultado fechado do ano acumulado.

Os resultados trimestrais muitas vezes são utilizados pelos investidores para inferir o comportamento da empresa em base anual. Resultados negativos poderiam ter efeitos catastróficos sobre as expectativas dos agentes, daí eventual preocupação das empresas em sinalizar positivamente para o mercado.

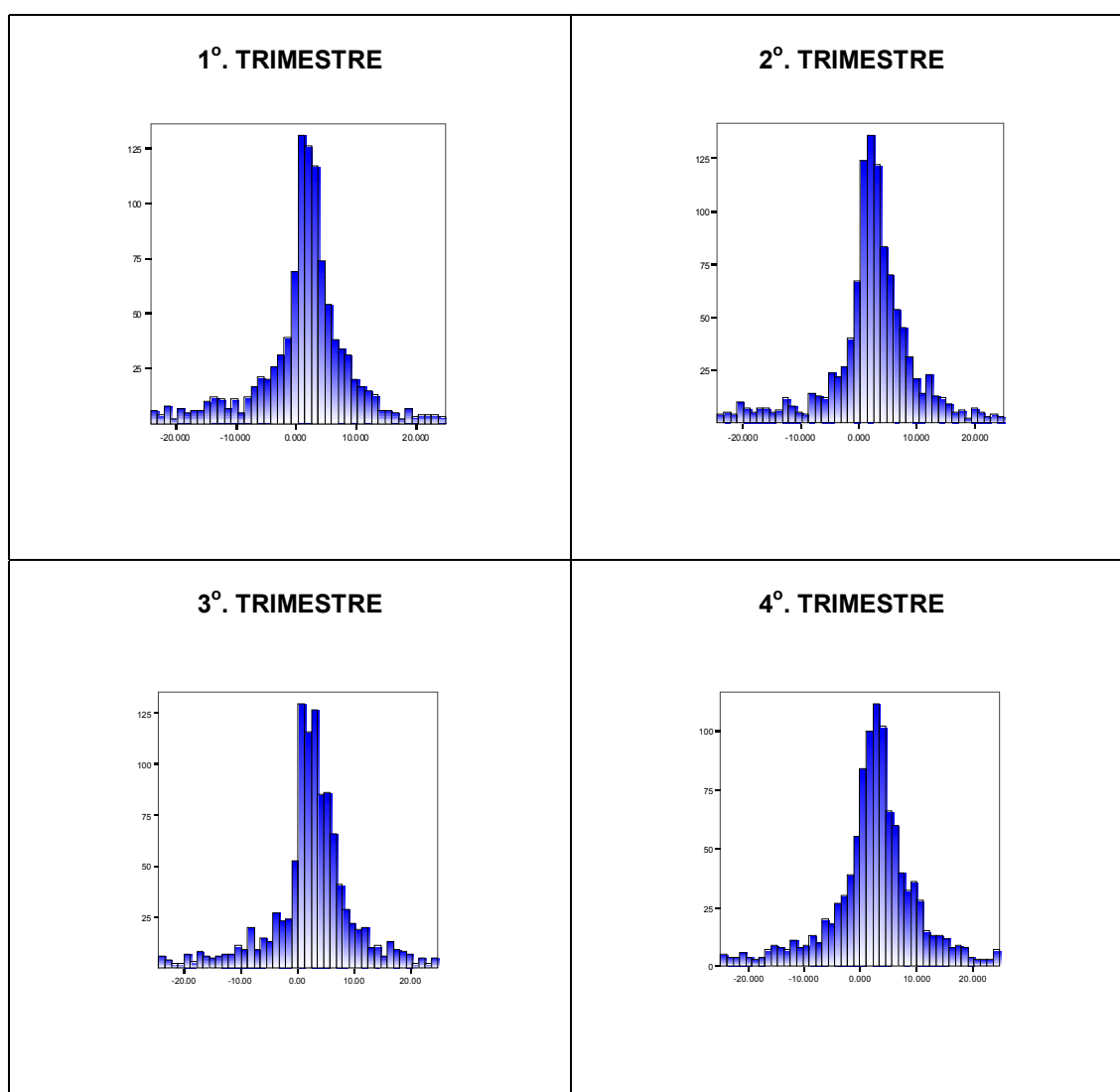


Figura 2 – Distribuição empírica dos Lucros Líquidos por Ação (LPA)

Trimestrais medidos em termos de porcentagem do preço das ações. No eixo horizontal encontra-se $LL_t/Preço_t$ (inverso do P/L) no intervalo de -25% a 25%, no eixo vertical registra a frequência em termos do número de observações em determinado intervalo.

4.4.3 Analisando o Comportamento das Empresas em Relação a Outros Indicadores Contábeis

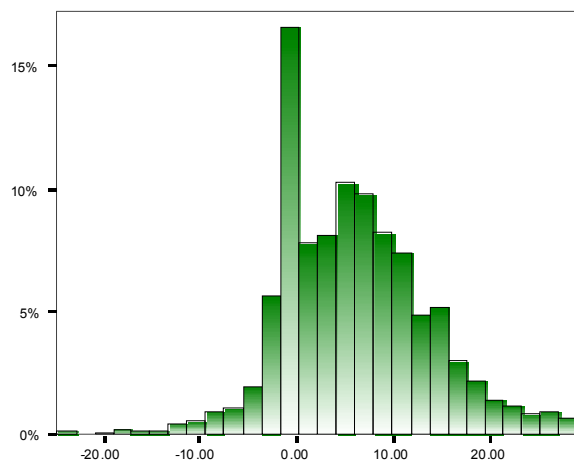
Algumas empresas focalizam os seus esforços em manter os lucros líquidos em determinado padrão, entretanto outros componentes do resultado, tais como o lucro operacional, EBITDA (lucro operacional antes do pagamento de juros e da dedução das despesas de depreciação e amortização), podem ser também fatores de motivação.

Em análises para as quais não foram apresentados os histogramas, constatou-se que o lucro operacional também é elemento que pode estar motivando o “gerenciamento” de resultados contábeis.

Ponto pitoresco é o que está evidenciado na **Fig. 3**. Ao se plotar o histograma do EBITDA (lucro operacional próprio + Depreciação&Amortização), percebeu-se pela **Fig 3 A** que existia expressiva concentração de resultados com EBITDA negativos. Esperava-se que, devido à popularidade do conceito, as empresas estariam também dispostas a “gerenciar” os resultados de modo a apresentar um EBITDA positivo. Contudo, os valores registrados esboçavam comportamento inesperado. Como a concentração parecia exagerada e a descontinuidade era muito marcante em relação a outras observações, resolveu-se aprofundar a análise.

Para os padrões da contabilidade brasileira, ainda que tecnicamente questionável, o resultado financeiro da empresa é considerado resultado operacional. Assim foi plotado novo histograma, agora incluindo o resultado financeiro. A partir desse experimento montou-se a curva que descreveu visível descontinuidade entre os resultados do lucro operacional mais depreciação & amortização levemente negativos em relação aos levemente positivos. Esse comportamento leva a inferir que pode estar ocorrendo “gerenciamento” deste resultado contábil (**Fig 3. B**).

A. EBITDA – Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização



B – Lucro Operacional + Deprec&Amort. (inclui Res. Financeiro)

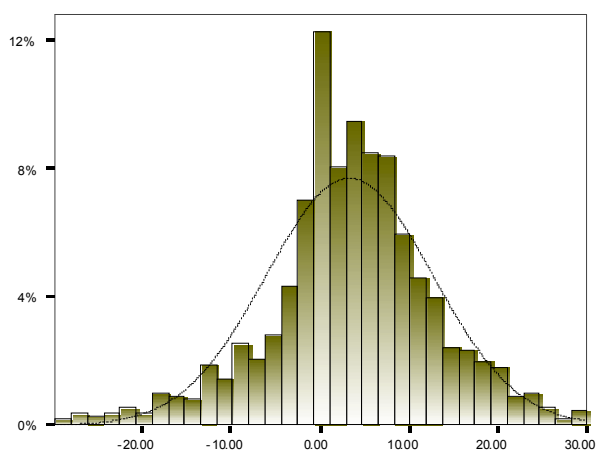


Figura 3 – Distribuições empíricas do lucro.

A) Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação & Amortização. (EBITDA) e B) Lucro Operacional mais Deprec.& Amortização (incluindo resultado financeiro), variáveis medidas em termos de percentagem dos Ativos Totais das Cia. Abertas brasileiras, no período de 1995-1999. No eixo vertical a frequência é a percentagem das observações encontradas num determinado intervalo.

4.4.4 Análises de Sensibilidade para o grau de Endividamento

Em sintonia com as hipóteses de pesquisa, espera-se que a empresa endividada tenha preocupação maior em estar sinalizando condição de equilíbrio financeiro para o mercado. O ônus para a empresa que já está endividada de reportar resultado negativo é muito maior que aquele assumido pela empresa que possua coeficiente de endividamento baixo.

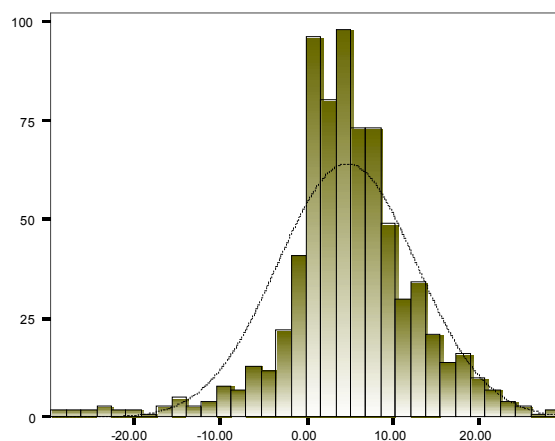
Para checar essa hipótese, metodologicamente, estratificou-se o total das observações em três grupos de acordo com o grau de endividamento (alto, médio e baixo endividamento), mensurado em termos da razão das exigibilidades e o patrimônio líquido. Como algumas empresas/ano na nossa população possuíam patrimônio líquido negativo, distorcendo o valor do indicador, optou-se por excluir esse grupo em particular.

Os resultados estão expressos na **Fig.4**, em **A)** está a distribuição de freqüências dos lucros das empresas de baixo endividamento e no **B)** a distribuição das empresas de alto endividamento. A partir da comparação visual dos dois gráficos fica claro que em ambos os grupos estariam existindo descontinuidade em torno dos resultados zero. Porém é inegável que essa descontinuidade é mais marcante para as empresas de alto endividamento.

Em suma, independente do grau de endividamento, as empresas possuem motivação para estarem “gerenciando” os seus resultados a fim de evitar apurar perdas, mas esse fator é nitidamente mais forte para aquelas empresas que possuem coeficiente de endividamento maior.³⁸

³⁸ Embora não tenham sido apresentados histogramas, foi realizada a estratificação das empresas por tamanho (faturamento), pela razão valor de mercado/ valor contábil, sendo que, para todos os grupos, foi verificado que a motivação para evitar reportar perdas parece ser muito forte. Em outras palavras, sempre foram encontradas nos gráficos marcantes descontinuidades nos níveis em torno do resultado zero, entretanto, em nenhuma das estratificações não reportadas, havia diferenças marcantes entre elementos do grupo, tais como as que ocorreram com diferentes níveis de endividamento.

A. Baixo Endividamento



B. Alto Endividamento

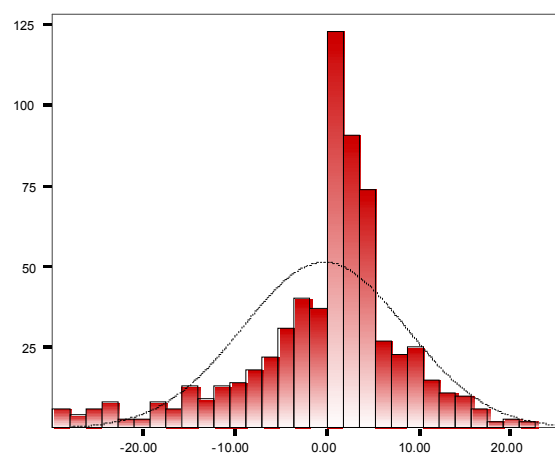


Figura 4 – Distribuição empírica do Lucro Líquido (LL) Anual
Medido em termos de porcentagem dos Ativos Totais das Cia. Abertas brasileiras no período de 1995-1999. A) Empresas com baixo endividamento, B) Empresas com alto endividamento. A classificação foi baseada na divisão das observações em três grupos (Alto End., Médio End. e Baixo End.). Foram excluídas da análise as empresas com patrimônio líquido negativo. O eixo vertical registra a frequência em termos do número de observações em determinado intervalo.

4.5 Hipótese de “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis (*Earnings Management*) para Sustentar o Desempenho Recente

Aplicando a mesma metodologia, investiga-se se as companhias brasileiras estariam “gerenciando” seus resultados para apresentar continuidade nos mesmos (Hipótese 2) . A idéia intuitiva é estar sempre oferecendo notícias neutras ou boas, evitando divulgar aquelas que poderiam ser tidas como ruins.

4.5.1 “Gerenciamento” de Resultados para Sustentar o Desempenho Anual

Para testar a hipótese de pesquisa, foi construído o histograma (**Fig.5**) em que se reporta, em termos entrecruzados (*cross-sectional*) das empresas/ano, a variação do lucro líquido entre um ano e outro. Quando se tem melhoria dos resultados a variação é positiva, entretanto quando os resultados pioram, a variação passa a ser negativa.

Da análise da **Fig. 5**, a hipótese de existência de certo manejo não fica absolutamente clara. A presença de pequenas variações positivas nos resultados é mais freqüente que a presença de pequenas variações negativas, mas a descontinuidade não é tão evidente como foi na **Hipótese 1**. Cabe observar que, para o caso de variações de lucros líquidos em relação a períodos anteriores, o esperado seria registrar maior concentração próximo a zero, tal como foi encontrado. Entretanto, não existe explicação para o fato de se registrarem mais pequenas variações positivas que negativas.

Aspecto que chamou a atenção na curva foi o fato de que muitos dos valores estão concentrados próximos de zero. Existe grande concentração de empresas que apresentam resultados semelhantes aos do ano anterior. Esse fenômeno se compatibiliza com gerenciamento de resultados para evitar a variabilidade (*income smoothing hypothesis*).

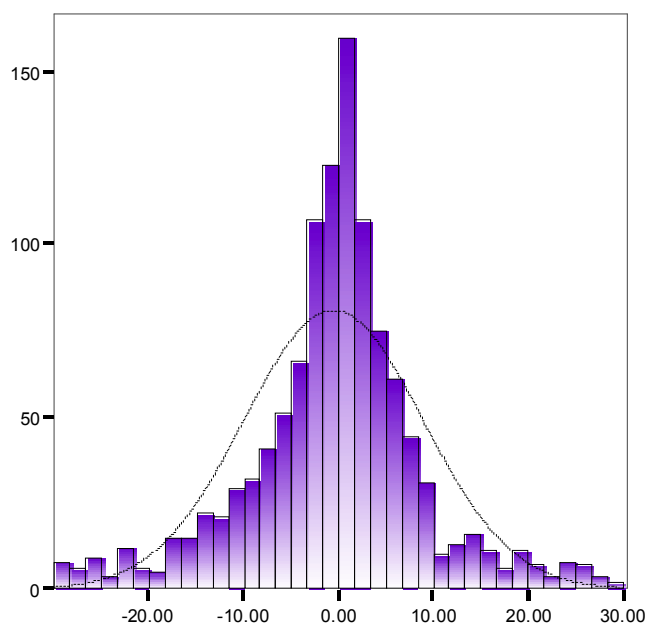


Figura 5 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (ΔLL) Anual Medido em termos de porcentagem dos Ativos Totais das Companhias Abertas brasileiras no período de 1995-1999. No eixo horizontal registra-se o $(LL_t - LL_{t-1}) / AT_{t-1}$ entre -30 % a 30 % e no eixo vertical a frequência é o número de empresas-ano em determinado intervalo.

4.5.2 “Gerenciamento” para Sustentar o Desempenho Recente Trimestral

Segundo a ótica dos analistas de mercado, é freqüente a comparação entre os resultados de um trimestre com o mesmo trimestre do ano anterior para verificar se as empresas estariam tendo desempenho melhor, comparativamente ao desempenho do ano anterior. No contexto dos mercados internacionais, essa fixação aos valores trimestrais conduz as empresas a estarem sempre preocupadas em apresentar melhorias nos seus resultados. Variações negativas em termos de resultados poderiam reverter expectativas e implicar drásticas conseqüências para o preço dos papéis.

Para as companhias brasileiras, embora com suas particularidades, é razoável esperar comportamento semelhante ao das empresas estrangeiras, ou seja, certa preocupação com melhoria ou continuidade de resultados alcançados.

Para observar esses fenômenos foram elaborados histogramas da variação dos lucros líquidos entre um trimestre e o mesmo trimestre no ano anterior. Na **Fig. 6**, constata-se novamente que parece não existir forte motivação para o “gerenciamento” dos resultados nos trimestres para sustentar o desempenho recente.

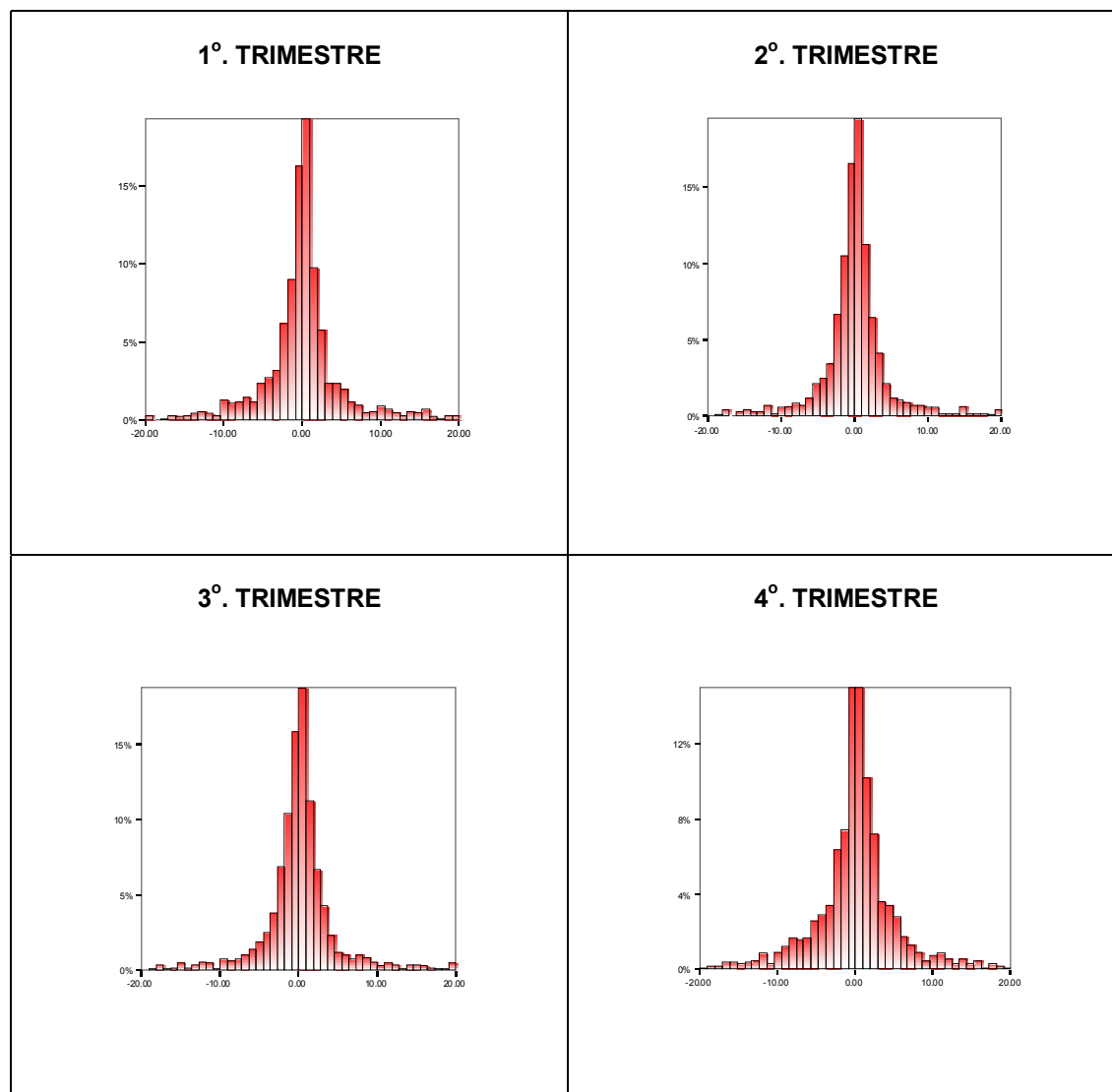


Figura 6 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (δLL) Trimestral (trimestre de um ano em relação ao trimestre do ano anterior) medidos em termos de porcentagem dos Ativos Totais das Companhias Abertas brasileiras no período de 1995 a 1999. No eixo horizontal, registra-se o $(LL_t - LL_{t-1}) / AT_{t-1}$ entre -20 % a 20 % e no eixo vertical a freqüência é a porcentagem das observações encontradas em determinado intervalo.

Comparados os resultados trimestrais, verificamos que, à medida que vai passando o ano, os histogramas de variações trimestrais vão se aproximando do que seria esperado caso não existisse qualquer espécie de “manejo” de resultados. Por

exemplo, no histograma do 4º. trimestre verifica-se quantidade bem próxima de empresas com pequenas variações positivas e com pequenas variações negativas.

4.5.3 Análise do Grau de Sensibilidade dos Resultados

Para o contexto geral das companhias brasileiras verificou-se que sustentar o desempenho recente não constitui expressiva força motivadora para se “gerenciar” o resultado contábil. Essas observações representam surpresa, pois definem o padrão de comportamento diferente do que se verifica em mercados internacionais. Nesse sentido, aprofundaram-se as pesquisas neste item, visando explicar o comportamento diferenciado das companhias brasileiras.

Variações positivas nos resultados transmitem sinal muito importante para os investidores que confirmam suas expectativas de crescimento para as empresas, das quais decorre valorização das ações. Modelos tais como fluxo de caixa descontado, e o próprio modelo de GORDON, estimam o valor da empresa com base em resultados contábeis e as suas projeções de crescimento.³⁹ Como é natural, o mercado valoriza a empresas vistas com grande potencial de crescimento.

A partir dessa reflexão, estratificaram-se as empresas/ano segundo a razão Valor de Mercado/valor Patrimonial (MV/BV ratio). Na **Fig. 7** foram analisadas exclusivamente as empresas que possuíam indicador superior a 0.9. Cabe recordar que a maioria das empresas brasileiras possui valor de mercado abaixo do valor contábil.

A **Fig. 7** confirma que, entre aquelas empresas que são percebidas pelo mercado como tendo perspectivas para crescimento (alto valor de mercado), haverá forte motivação para se manter continuidade dos resultados contábeis. É muito marcante a diferença entre empresas com pequenas variações positivas e pequenas variações negativas, dando maior força ao argumento que empresas de alto valor de mercado “gerenciam” seus resultados, para manter um crescimento contínuo.

³⁹ Para análise geral dos modelos de avaliação de empresas recomenda-se a leitura do capítulo 5, **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**, organizado por MARTINS Eliseu (2001).

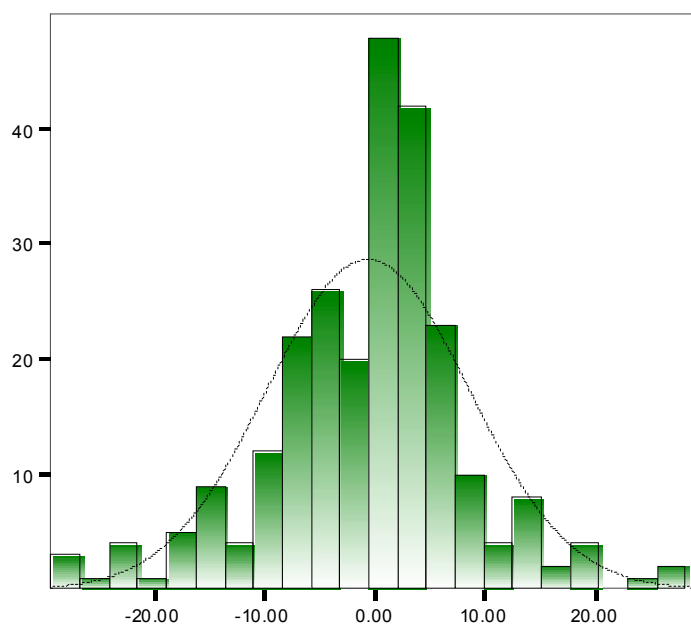


Figura 7 – Distribuição empírica da variação do Lucro Líquido (δLL) Anual medido em termos de porcentagem dos Ativos Totais das Companhias Abertas brasileiras no período de 1995-1999 com maior valor de mercado em relação ao valor contábil (Patrimônio Líquido). A classificação foi baseada na divisão das observações em termos da razão Valor de Mercado/Valor Contábil (MV_t/BV_t ratio). Apenas as empresas que tiveram razão Valor de Mercado/Valor Contábil maior que 0.9 foram incluídas na análise.

4.5.4 “Gerenciamento” para Sustentar o Desempenho em Termos de Lucro por Ação

Ainda observando a continuidade dos resultados, focaliza-se agora o Lucro por Ação (LPA). Para o contexto brasileiro foi realizada análise da variação do lucro líquido por ação e os resultados encontrados revelaram existir certa preocupação em apresentar continuidade de resultados. Entretanto essas observações não foram muito expressivas quando comparadas a padrões internacionais. Na **Fig. 8** encontramos a distribuição empírica da variação do LPA em termos **A)** anuais e **B)** em termos trimestrais em centavos de reais.

Adicionalmente, procurou-se apurar se existe correlação entre as variações nos lucros líquidos por ação e as variações no lucro líquido. A intenção foi verificar se, eventualmente, a quantidade de ações, denominador no LPA, seria a responsável pelo

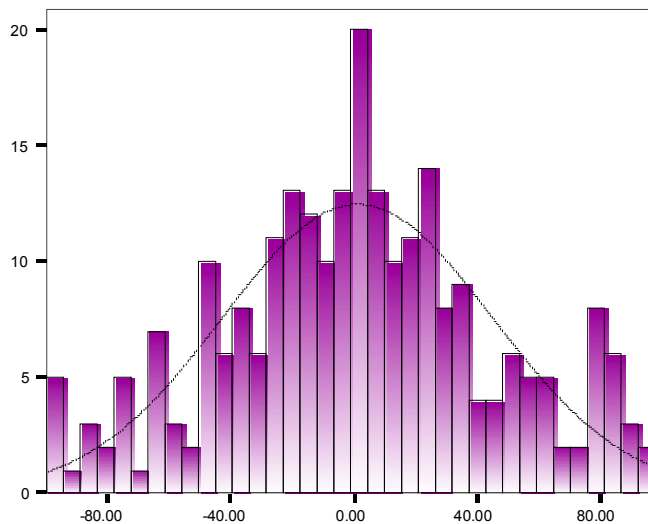
aumento do lucro líquido. Os resultados indicam que 3.2 % das empresas com variação negativa nos lucros líquidos apresentam ao final variação positiva do lucro por ação. É possível que processos de recompra de ações tenham sido promovidos por algumas empresas visando dar continuidade aos seus resultados.

Associação entre variação do Lucro Líquido e variação do LPA

	$\delta LPA > 0$	$\delta LPA < 0$	Totais
$\delta LL > 0$	2096 (96.8%)	169 (6.9%)	2265
$\delta LL < 0$	71 (3.2%)	2265 (93.1%)	2336
Totais	2167 (100%)	2434 (100%)	

Notas: Relação entre a δLL e δLPA para Companhias Abertas brasileiras no período de 1995-1999. Para cada quadrante define-se o número de observações e o valor em termos de porcentagem do total de observações das variações do lucro por ação.

(A) LPA Anual (Lote 1000 ações)



(B) LPA Trimestrais (Lote 1000 ações)

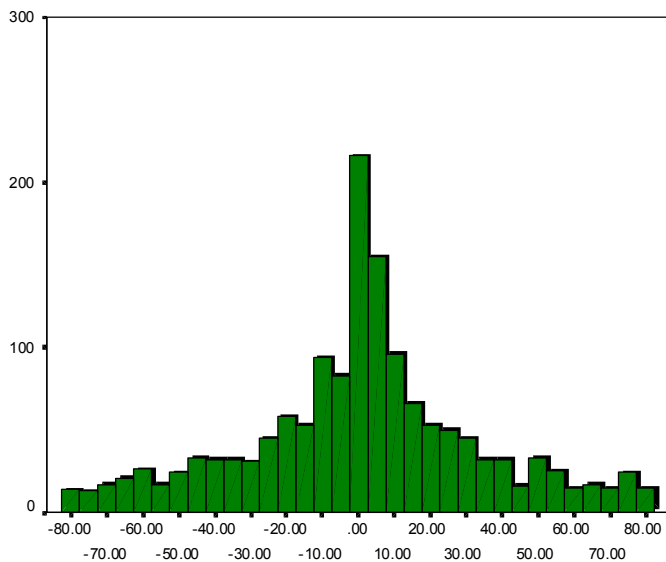


Figura 8 – Distribuição empírica da variação do Lucro por Ação (LPA)
(A) Anual e (B) Trimestral em centavos de Reais para cada lote de 1000 ações das Cias. abertas brasileiras no período de 1995-1999. No eixo horizontal a variação do Lucro por ação em termos de centavos de Reais por lote de 1000 ações. O lucro por ação (LPA) é o lucro líquido dividido pelo número médio de ações negociadas no período. Para a Fig (B) foi realizado um arredondamento para classificação.

4.5.5 Sequência de Resultados Crescentes e Contínuos

A análise dos resultados de variação dos lucros líquidos (VLL) revelou grande freqüência de empresas com resultados positivos seguidos. Algumas empresas conseguiram registrar resultados contínuos e crescentes, por todos os trimestres, tendo sempre crescimento nos seus lucros líquidos, comparados a períodos anteriores.

A partir da amostra de empresas para as quais se dispunha de resultados para todos os trimestres (186 empresas), constatou-se que 20,21% das empresas possuíam resultados positivos e crescentes por pelo menos 8 ou mais trimestres consecutivos.

Para verificar se este fenômeno era probabilisticamente coerente como o que seria esperado, investigou-se o comportamento geral das empresas e constatou-se a seguinte freqüência de variações positivas e negativas:

V. L.L.	1º. sem	2º. sem	3º. sem	4º. sem	Total
Positiva	568	577	526	598	2269
Negativa	528	547	614	563	2252
Perc.					
Positiva	51,82%	51,34%	46,15%	51,51%	50,18%
Negativa	48,18%	48,66%	53,85%	48,49%	49,82%

Da análise dos dados, verifica-se, de modo geral, que a quantidade de variações positivas e negativas dos lucros líquidos é muito semelhante. Existe, predominância global de variações positivas, porém com diferença pouco marcante, 50,18%, com variação dos lucros líquidos positiva e 49,82% com variação negativa.

Como passo seguinte, nesse estudo, seguindo abordagem semelhante à desenvolvida por MYERS & SKINNER (1999) foram realizadas simulações para verificar com que freqüência poderíamos encontrar “sequência” de 8 ou mais trimestres consecutivos de crescimento nos lucros líquidos, tendo em vista o comportamento do conjunto das empresas.

Tabela de Resultados

Resultados Positivos Consecutivos N períodos	Observações "Reais" N \geq 8 Trimestres	Probab.Teórica N \geq 8 Trimestres. 55 % VLL positiva 45 % VLL negativa	Probab.Teórica N \geq 8 Trimestre 65% VLL positiva 35% VLL negativa
Percentagem	20.22%	5.29%	16.53%

As probabilidades teóricas foram computadas a partir da realização de simulações no MATLAB [um milhão de observações], computando-se qual a percentagem que apresentavam sequências de resultados de 8 trimestres consecutivos ou mais de crescimento nos lucros.

Confrontando os resultados, verificou-se que o número de observações reais apuradas com 8 trimestres consecutivos ou mais de crescimento nos lucros é superior ao que seria esperado teoricamente. Tais observações sugerem que algumas empresas visando manter crescimento contínuo nos seus resultados poderiam estar "gerenciando" seus resultados contábeis. O propósito seria impressionar o mercado com desempenho excepcional.

Essas conclusões são questionáveis, caso se considere a hipótese de que a variação dos lucros líquidos de um trimestre não segue um *random walk*, ou seja, de certo modo o resultado dos trimestres anteriores poderia ter poder explicativo sobre os resultados dos trimestres seguintes.

Teoricamente, é razoável admitir que exista *random walk* para os preços das ações. Entretanto, o mesmo não se justifica para variações nos lucros líquidos que são *a priori* dependentes do resultado anterior.

4.6 Como o “Gerenciamento” de Resultados Contábeis é Efetuado?

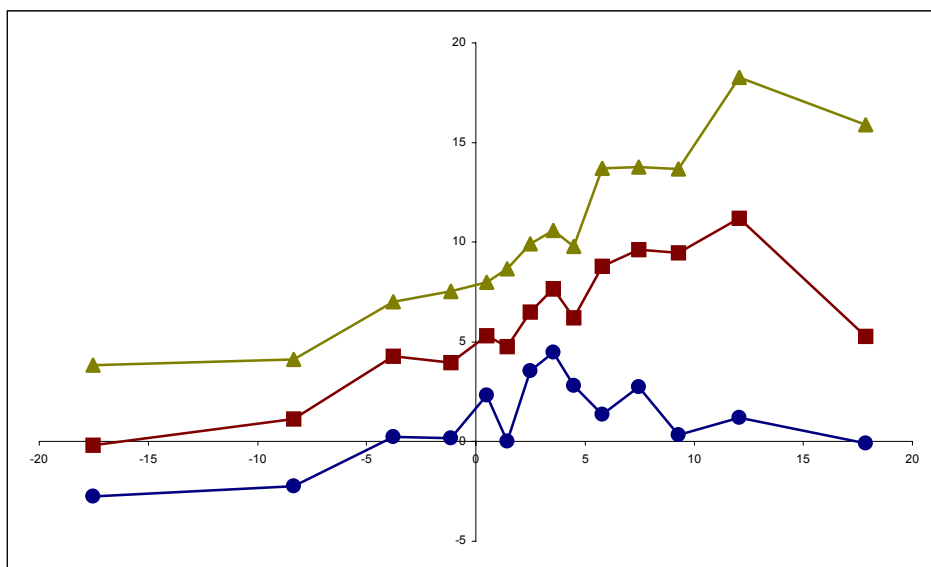
Finalizando este capítulo, buscou-se identificar novas evidências de “gerenciamento” de resultados. Com base no mesmo grupo de empresas que possibilitaram a plotagem da **Fig.1**, (Hipótese de Gerenciar para Evitar Perdas), investigaram-se as características contábeis que diferenciam de modo marcante as empresas que apresentaram pequenos resultados negativos e pequenos resultados positivos.

Metodologicamente, o total de observações (empresas-ano) utilizadas para elaborar a **Fig.1** foram divididas em 14 portfólios de 80 observações⁴⁰ cada, classificadas de acordo com o lucro líquido medidos em termos de porcentagem dos ativos totais. Para cada portfólio, foi estimado o valor médio dos lucros líquidos medido em termos de porcentagem dos ativos. Assim como, para cada portfólio, foram calculados os valores dos quartis (25%, 50% e 75 %) dos seguintes itens: 1) EBITDA (Lucro operacional antes de Juros, IR, Depreciação e Amortização) e 2) Resultados Não-operacionais. Para cada variável foram confrontados os lucro líquidos médios com os valores dos quartis, plotando assim dois gráficos, compostos de três linhas.

Da análise da **Fig.9**, poucas informações adicionais foram produzidas, salvo que, provavelmente, os resultados não-operacionais constituem instrumento para melhorar o resultado geral em situação que vai registrar pequenos prejuízos. Essas conclusões podem ser firmadas tendo em vista os grandes saltos nessas contas, quando se comparam portfólios acima e abaixo do patamar de lucro-zero. Na figura A esperava-se que existisse salto semelhante ao ocorrido na figura B, entre os resultados dos portfólios abaixo de zero e acima de zero, entretanto nada de incomum foi encontrado.

⁴⁰ Essa metodologia foi inspirada em BURGSTHELER & DICHEV (1997), que aplicaram algo semelhante ao contexto do mercado americano. Urge registrar que uma das sérias limitações do estudo aqui empregado foi o limitado número de observações. A título de exemplo, deve-se registrar que quando da segregação dos portfólios, na investigação americana, foram formados portfólios com 1000 observações, número muito superior às 80 observações usadas neste estudo.

A. Lucro Operacional antes de Juros, IR, Deprec. e Amort. (EBITDA)



B. Resultado Não-Operacional

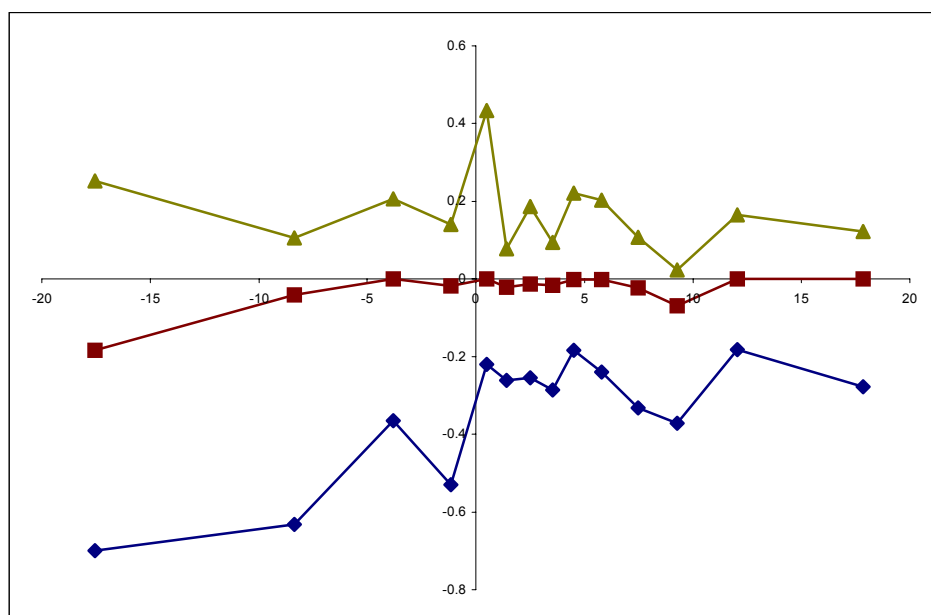


Figura 9 – Portfólios de 80 observações que foram agrupadas com base na magnitude dos Lucros Líquidos medidos em termos de porcentagem dos Ativos Totais (LLt/ATt). No eixo horizontal está o valor médio dos Lucros Líquidos para cada portfólios. Três quartis (25th, 50th, 75 percentis) da distribuição do [A] EBITDA medido em termos de porcentagem dos Ativos Totais (ACt/ATt) e do [B] Resultado N.Operacional medidos em termos de porcentagem dos Ativos Totais (PCt/ATt) foram plotados contra os Lucros Líquidos Médio apurados para cada Portfólio. Os valores em ambos eixos estão em termos de porcentagem.

5 “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis para Reduzir a Variabilidade dos Lucros e para Preservar a Credibilidade Perante os Credores

5.1 Apresentação do Problema

A literatura internacional tem oferecido vários motivos capazes de incentivar os administradores das empresas a “gerenciar” seus resultados contábeis. Além dos já apresentados no **Capítulo 4**, pretende-se neste capítulo mostrar empiricamente a existência de dois outros fatores que influenciam os lançamentos contábeis das companhias abertas brasileiras.

A primeira hipótese é a de que as empresas brasileiras manejam os seus resultados de modo a reduzir sua variabilidade. Em termos práticos, analisaremos se se verifica, empiricamente, o que é conhecido internacionalmente como *Income Smoothing*.

Income Smoothing nada mais é que o processo de manipular o perfil temporal dos lucros de modo a fazer com que estes sejam reportados em seqüência menos variável. Portanto, o comportamento “*smoothing*” é definido como o esforço intencional de reduzir as flutuações nos lucros reportados.

A segunda hipótese de pesquisa para os modelos que aqui serão analisados baseia-se na Teoria Positiva da Contabilidade. Conforme os ensinamentos de WATTS & ZIMMERMAN (1986), as escolhas contábeis podem, em certa medida, ser explicadas por aspectos contratuais. Uma das relações contratuais que ocorre no contexto das empresas é aquela entre os acionistas e os credores. É do conhecimento geral que os contratos de financiamento/endividamento são estruturados de modo a fazer com que os interesses dos acionistas sejam alinhados como os interesses dos credores. Em termos práticos, quando se endivida, a empresa traz para si algumas restrições, que serão tanto maiores quanto pior for o seu desempenho financeiro.

Diante do exposto, cabe enunciar as hipóteses de pesquisas, que serão justificadas e testadas nas seções a seguir:

H3: As Cias. Abertas Brasileiras “gerenciam” os seus resultados contábeis para reduzir a variabilidade dos mesmos (*Income Smoothing Hypothesis*)

H4: As Cias Abertas Brasileiras “gerenciam” tanto mais os seus resultados contábeis (melhorando-os), quanto maior for o endividamento da Companhia (*Debt-Equity Hypotesis*).

5.2 Justificativas Teóricas para as Hipóteses

5.2.1 Por que Reduzir a Variabilidade dos Resultados Contábeis (*Income Smoothing*)

Diversos podem ser os motivos que levariam a empresa a gerenciar os resultados contábeis de modo a reduzir a variabilidade. Alguns autores argumentam que a prática da redução da flutuação dos lucros (*income smoothing*) é benéfica para as firmas porque reduz o custo do capital de terceiros (TRUEMAN & TILMAN 1988). MOYER & SHEVLIN (1995) argumentam que a pequena variabilidade dos resultados reduziria o risco sistemático da particular ação, em face da queda na covariância entre os retornos da firma e os retornos do mercado.

Na verdade, justifica-se a redução da variabilidade dos lucros, na medida que se oferece aos investidores visão mais estável dos fluxos de resultados, reduzindo a percepção desse de risco. O bom senso indica que os investidores não gostam de surpresas (salvo os especuladores), e empresa que tem resultados que oscilam demasiado pode representar alto risco, tornando-se menos interessante para a maioria dos investidores.

A redução da variabilidade dos resultados poderá ser obtida de diversas maneiras, conforme se depreende do diagrama (**Fig.10**) a seguir.

Pelas operações normais da empresa, esta deverá ter perfil de lucros equilibrados, particularmente quando o negócio atinge a maturidade (assim haveria tendência natural ao *income smoothing*). Fora esse fator natural, a variabilidade dos lucros pode ser reduzida por decisões econômicas ou escolhas contábeis (artificiais).

A empresa pode tomar decisões concretas no sentido de reduzir a variabilidade, tais como aumentar ou reduzir o montante de despesas em pesquisa e desenvolvimento.

As escolhas contábeis podem ser divididas em dois grupos: 1) aquelas vinculadas ao momento de reconhecimento de receitas e despesas e 2) aquelas vinculadas à classificação dentre as contas de resultado. Este trabalho pretende mostrar que a gestão das companhias brasileiras, em termos, práticos efetivamente toma medidas contábeis no sentido de reduzir a flutuação de seus lucros.

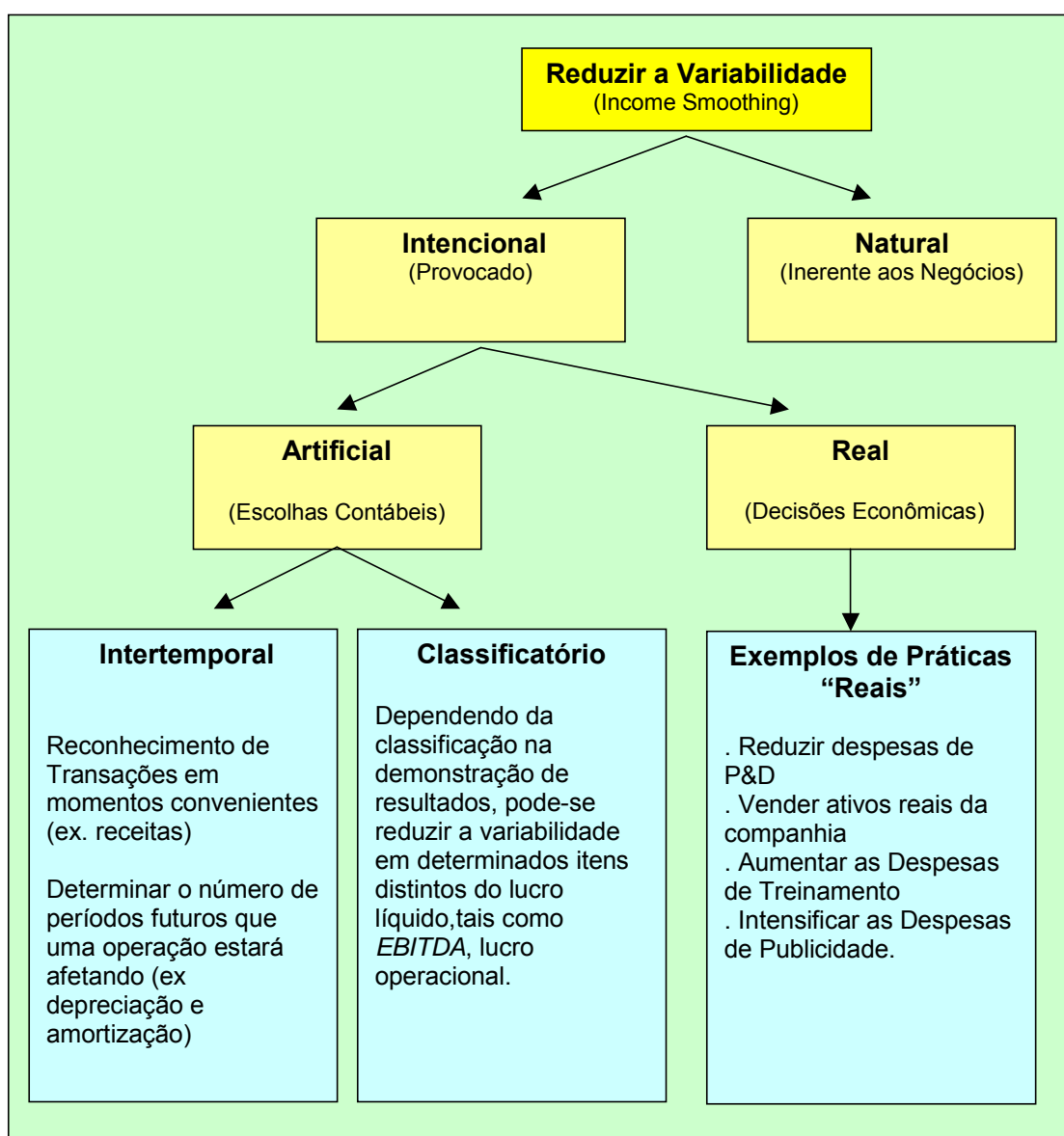


Figura 10 – Maneiras de Reduzir a Variabilidade (*Income Smoothing*)

5.3 A Necessidade de se Preocupar com a Credibilidade Perante os Credores

De modo geral, quando a empresa se endivida com financiamentos de terceiros, os contratos redigidos contém determinadas cláusulas que são impostas de modo a assegurar o cumprimento dos compromissos financeiros. Quanto maior for o endividamento, maior será a exigência dos credores para que ofereçam créditos adicionais.

Dentro desse cenário, empresas endividadas deverão procurar realizar tudo o que for possível para se apresentar como aptas e capazes de cumprir seus compromissos financeiros. A apresentação de bons resultados contábeis presta-se como inegável benefício para a empresa, que estará tentada a sinalizar estabilidade econômica que lhe permita o cumprimento dos compromissos financeiros.⁴¹

Daí espera-se que o grau de endividamento venha a constituir variável importante para motivar os gestores a promover o “gerenciamento” dos seus resultados contábeis. Quanto mais endividada for a companhia, maior será sua propensão para “gerenciar” os resultados. Cabe lembrar que, no **Capítulo 4**, já foi apresentada evidência de que as empresas mais endividadas seriam aquelas que parecem ter “gerenciado” como maior frequência seus resultados de modo a evitar perdas e assegurar resultados positivos.

5.4 Modelos Econométricos para Análise das Hipóteses

Para investigar as hipóteses lançadas, será utilizada a metodologia empírica de análise de contas específicas (*specific accruals*), com o fim de se apurar como algumas contas oscilam em comparação a determinadas variáveis que foram

⁴¹ Neste ponto e particularmente, cabe acrescentar entender-se que, além do “gerenciamento” dos resultados contábeis (*Earnings Management*), é bem possível que as empresas implementem o que poderia ser chamado de “gerenciamento” dos balanços contábeis, (*Balance Sheet Management*). A idéia é estar manejando o seu balanço patrimonial de modo a que este apresente para potenciais analistas a idéia de capacidade de pagamento que na verdade não se possui. Esse gerenciamento pode ser obtido, principalmente, com aspectos ligados a classificação das contas, em operações de curto e longo prazo. Ou talvez em operações *in-balance sheet* ou *off-balance sheet*. Interessante verificar que, sobre esse tema, até onde se conhece, nenhum trabalho foi realizado para verificar se essa prática pode estar ocorrendo e as suas consequências para as firmas que a implementam.

selecionadas como sucedâneos (*proxies*) para estimar o grau de variabilidade e endividamento.

Como contas específicas escolhidas destacam-se: 1) Despesas com Provisão para Devedores Duvidosos; 2) Despesas de Depreciação e 3) Receitas Não-operacionais.

Para cada conta será aplicado um modelo econométrico capaz de mostrar seu comportamento a partir de variáveis explicativas, mediante as quais serão testadas as hipóteses formuladas. As variáveis explicativas usadas nas regressões foram: 1) **VLL** – Variação do lucro líquido excluindo o efeito contábil da variável em análise; 2) **[Exigt/At]** – Exigibilidade de longo prazo em termos dos ativos totais.

A seguir, discutem-se detalhes metodológicos dos estudos das três contas utilizadas, a seleção da amostra dos dados e o modelo de regressão múltipla aplicado.

5.4.1 Despesas para Provisão de Devedores Duvidosos

A principal variável explicativa das despesas de provisão para devedores duvidosos é o montante de contas a receber. O montante que será provisionado para se prevenir contra clientes duvidosos dependerá da qualidade e do montante de crédito oferecido. Na perspectiva de “gerenciamento” dos resultados contábeis, acredita-se que a variação do lucro líquido em relação a períodos anteriores e o endividamento serão cruciais para a definição do montante que será provisionado pelas empresas.

Portanto, para testar essas hipóteses foi realizada a regressão do modelo:

$$\text{DespDevDuv}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{VLL} + \alpha_2 [\text{Exigt}/\text{A}_t] + \alpha_3 \text{CRec}_t + \varepsilon_t \quad (1.1)$$

DespDevDuv_t : Despesas para provisão com devedores duvidosos medidas em termos dos Ativos Totais;

VLL : Variação do Lucro Líquido, excluindo as Despesas de Provisão para Devedores Duvidosos, medidas em termos dos Ativos Totais;

Exigt/A_t : Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidade e os Ativos Totais;

C.Rec_t : Contas a Receber medidas em termos dos Ativos Totais.

Na seleção do grupo de estudo foram incluídas empresas que tradicionalmente possuíam essa conta em sua contabilidade, que nos quatro anos do período em análise (1996-1999) lançaram esse tipo de despesas. Em função de mudanças na legislação tributária que vedaram a dedutibilidade dessas despesas para fins de apuração do lucro real, verificou-se que muitas empresas já não possuíam essa conta, ou a deixavam de lançar em determinados exercícios. Como se desejava apenas trabalhar com empresas que sempre a utilizaram e permitir estudo mais robusto, tivemos que reduzir nossa amostra de análise a 28 empresas (112 observações).

Caso exista “gerenciamento” de resultados para reduzir a variabilidade, espera-se que o sinal do coeficiente que precede a VLL seja positivo, isto é, quando ocorre variação do lucro líquido positiva, as despesas com provisão para devedores duvidosos são aumentadas. Quando o reverso ocorre, quando há VLL negativa, as despesas de devedores duvidosos diminuem. Desse modo as Despesas para Provisão com Devedores Duvidosos seriam definidas parcialmente em função das circunstâncias de variação do lucro líquido.

Para a hipótese do endividamento, espera-se que o sinal seja negativo, quanto maior for o montante de endividamento, menor será o montante de Desp.Prov.Dev Duvidosos. Desse modo, quanto mais endividada fosse a firma, menor seria o montante provisionado.

É importante comentar que, embora a provisão para créditos de liquidação duvidosa não seja mais dedutível para fins fiscais,⁴² o seu lançamento continua a ser facultativo para as empresas, que a realizaram de acordo com as circunstâncias econômicas e a qualidade da carteira de clientes. A Secretaria da Receita Federal assim se pronuncia sobre a matéria (**Manual de Perguntas e Respostas 2001-Pergunta 411**):

“a pessoa jurídica poderá continuar a constituir contabilmente as provisões que entenda serem necessárias à sua atividade ou aos seus interesses sociais. Todavia, na hipótese de a provisão constituída na contabilidade ser considerada indedutível para fins da legislação do imposto de renda, a pessoa jurídica deverá fazer, no LALUR, parte A, a adição do respectivo valor ao lucro

⁴² Até 31.12.96 foi permitida a dedução da provisão para créditos de liquidação duvidosa, prevista no artigo 43 da Lei nº 8.981/95 (com as alterações da Lei nº 9.065/95 e Lei nº 9.249/95, art. 13, I). Entretanto, possibilidade de constituição para fins fiscais foi inteiramente revogada a partir de 01/01/97, pela Lei nº 9.430/96, art. 14.

líquido do período, para a apuração do lucro real. No período seguinte, a provisão deverá ser revertida e excluída do lucro líquido para apuração do lucro real”.

5.4.2 Despesas de Depreciação⁴³

Para explicar as despesas de depreciação acredita-se que sejam importantes o total dos ativos imobilizados e a receita no período. Diante disso, assim fica o modelo:

$$\text{Des. Deprec}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{VLL}_t + \beta_2 [\text{Exig}_t / \text{A}_t] + \beta_3 \text{Receitas}_t + \beta_4 \text{A.Im}_t + \varepsilon_2 \quad (1.2)$$

Desp. Deprec = Despesas de Depreciação medidas em termos dos Ativos Totais

VLL = Variação do Lucro Líquido, excluindo as despesas de depreciação;

Exig_t/A_t = Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidade e os Ativos Totais

Receitas = Receitas Líquidas do período;

A.Im = Ativo Imobilizado.

Para a seleção da amostra escolheram-se aquelas empresas que possuíam despesa de depreciação que correspondesse a pelo menos 1% dos ativos totais. Desse modo, procurou-se utilizar empresas que registrassem montantes significativos de despesas de depreciação.

Espera-se que o coeficiente precedente à variação do lucro líquido seja positivo, quando os resultados estão variando positivamente, as despesas de

⁴³ As despesas de depreciação no Brasil, para fins fiscais, são determinadas de acordo com a estimativa de vida útil do bem, de modo geral sendo fixas ao longo do tempo. Entretanto, a própria legislação do imposto de renda deixa assegurado ao contribuinte o direito de computar a quota efetivamente adequada às condições de depreciação de seus bens, desde que faça a prova dessa adequação quando adotar taxa superior à usualmente admitida, mediante laudo do Instituto Nacional de Tecnologia ou de outra entidade oficial de pesquisa científica ou tecnológica (RIR/99, art. 310, §§ 1º e 2º). Apesar de qualquer laudo, a legislação fiscal não proíbe que sejam efetuados os lançamentos de despesas de depreciação fora dos padrões usuais, ressalvando, entretanto, a necessidade do ajuste quando da apuração do lucro real. O lucro para fins fiscais será determinado a partir do lucro líquido do período de apuração obtido na escrituração comercial (antes da provisão para o imposto de renda) e demonstrado no LALUR, observando-se que:

1) Serão adicionados ao lucro líquido (RIR/99, art. 249):

a) os custos, despesas, encargos, perdas, provisões, participações e quaisquer outros valores deduzidos na apuração do lucro líquido que, de acordo com a legislação tributária, não sejam dedutíveis na determinação do lucro real.

depreciação são aumentadas de modo a amortizar o crescimento dos lucros. Entretanto, quando a variação do lucro líquido é negativa, as despesas seriam reduzidas para minimizar o efeito da queda dos lucros. No tocante ao coeficiente que precede o grau de endividamento, espera-se sinal negativo indicando que, quanto maior for o endividamento, maior será a tendência das despesas de depreciação serem menores, aumentando a lucro.

5.4.3 Receitas Não-Operacionais

As receitas não-operacionais caracterizam-se por ser conta distinta das anteriores. As receitas não-operacionais são independentes do negócio e podem de certo modo ser incentivadas para ajustar os resultados da maneira mais conveniente. No **Capítulo 4** (item 4.6) foi visto que os resultados não-operacionais pareciam exercer um papel relevante em conduzir certas firmas a deixar de ter prejuízos e passar a ter lucros (evitar perdas).

Em vista de tais observações, pode-se concluir que as contas não-operacionais acabam exercendo papel importante no “gerenciamento” dos resultados contábeis.

Para o estudo, foi realizado o seguinte modelo de regressão:

$$\text{RecNOp}_t = \gamma_0 + \gamma_1 \text{VLL}_t + \gamma_2 [\text{Exig}/\text{A}_t] + \varepsilon_3 \quad (1.3)$$

RecNOp = Receita Não Operacional

VLL = Variação do Lucro Líquido, excluídas as receitas não operacionais

Exig/A_t = Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidades e os Ativos Totais

De acordo com as hipóteses formuladas, espera-se que o coeficiente precedente à VLL seja negativo, indicando que, quando a VLL é positiva, haverá propensão a se reduzir as receitas não-operacionais, ocorrendo o inverso no caso de VLL negativa, caso em que passaria a existir incentivo para se incrementar as receitas não-operacionais.

Quanto ao endividamento, espera-se sinal positivo, ou seja, quanto maior for o endividamento, maior o esforço da empresa para produzir melhores resultados, mesmo que esses sejam de natureza não-operacional.

A observação dos dados mostra que a maioria das receitas não-operacionais era composta das vendas de ativos fixos das empresas. Portanto, em determinadas circunstâncias, a alternativa para gerenciar o resultado, passa a ser o aumento das receitas com venda de ativos fixos.

5.5 Analisando os Resultados

Os resultados das regressões dos modelos previamente descritos podem ser encontrados na **Tabela 3**, onde estão separadas as regressões dos modelos 1.1 (Desp. Prov.Dev.Duv.), 1.2 (Desp. Depreciação) e 1.3. (Rec.NãoOperacional).

De modo geral, os testes⁴⁴ não rejeitaram as hipóteses de pesquisa, evidenciando em graus satisfatórios de significância que as Companhias Abertas Brasileiras “gerenciaram” seus resultados para assegurar redução da variabilidade, bem como para oferecer resultados que mantenham a credibilidade perante os credores.

Modelo 1.1: As despesas com provisão de devedores duvidosos demonstraram ser explicadas com o montante de duplicatas a receber, assim como seria esperado. Mas também se constatou que o coeficiente da VLL apresentou resultado positivo, significativamente diferente de zero (estatística-t 2.48), confirmando o que era previsto em termos de sinal.

⁴⁴ Existem vários métodos estatístico-matemáticos para a realização do teste de hipóteses. Os mais comuns são o teste **t** Student e o teste **z** para as distribuições normais. Cada um deles tem seu escopo de aplicação. Quando a variância e a média populacionais são **desconhecidas** deve-se aplicar o teste de hipóteses com o estimador **t** Student; caso contrário pode ser utilizado o estimador **z** das distribuições normais. Para os problemas aqui descritos, não conhecemos a variância ou a média **populacionais**, apenas as **amostrais**. O teste F é utilizado para verificar a hipótese se todos os coeficientes estimados em regressão são distintos de zero. Simploriamente, pode-se entender que quanto maior for o resultado do teste F melhor será o poder preditivo do modelo implementado. O Coeficiente de Determinação (R^2) é usualmente utilizado para auxiliar na especificação de um modelo, para torná-lo apto a realização de um teste. Um grupo de extra variáveis independentes devem ser incluídas no modelo dependendo do seu efeito sobre a estatística R^2 . Isso sugere que, quando alguém está considerando incluir uma variável independente, deve incluir aquela que implique no maior R^2 .

O resultado do coeficiente da [Exig/A_i] não foi negativo, como se esperava, entretanto cabe registrar que o valor também não foi significativamente positivo tal como se confirmou pelo resultado da estatística-t. Estudo mais detalhado da amostra revelou que as empresas investigadas apresentaram grau de endividamento muito baixo, comparativamente à média geral das empresas, talvez esse fator possa explicar os resultados apresentados. Complemente-se que o modelo demonstrou ser robusto, com significante estatística-F (24.22).

Esse modelo deixou claro que outros motivos, além do montante de duplicatas a receber, explicam o valor que é lançado como despesas para provisão com devedores duvidosos. O que parece ser algo absolutamente incoerente àquilo que prescreveria a boa técnica contábil.

Modelo 1.2: Este modelo apresentou resultados nos valores que eram esperados, de modo a não rejeitar as hipóteses de pesquisa. O coeficiente da variação do lucro líquido foi positivo e significativo (estatística-t 5.22). De igual modo o coeficiente do grau de endividamento foi negativo, também em montante significativo. A equação como todo teve estatística F significativa, atestando a força do modelo.

Tendo em vista os resultados, verificou-se, mais uma vez, que fatores outros além do montante do ativo imobilizado e das receitas, possuem poder explicativo sobre o montante das despesas de depreciação. Fatores não-relacionados à natureza produtiva ou ao desgaste do equipamento acabam influenciando na decisão de quanto deve ser depreciado.

Modelo 1.3: Os resultados não rejeitaram as hipóteses, tendo em vista os coeficientes estimados e grau de significância verificado. O modelo demonstrou, com mais força que os modelos anteriores, que, inquestionavelmente, as receitas não-operacionais de uma firma serão definidas pela variação dos seus lucros líquidos, bem como pelo montante de endividamento. As variáveis explicativas utilizadas revelaram significância, bem como a F-estatística da equação como todo.

Tabela 3 – Hipótese da Redução da Variabilidade de Retornos (*Income Smoothing*) e a Hipótese do Efeito Endividamento (*Debt-Equity Effect*) Companhias Brasileiras Abertas (1996-1999)

Variáveis	Modelo (1.1)		Modelo (1.2)		Modelo (1.3)	
	Desp. Prov. Dev.Duvid.	S.P.	Desp. Depreciação	S.P.	Receita N.Operacional	S.P.
VLL	0.026 (2.48)**	+	0.017 (5.22)***	+	-0.223 (5.29)***	-
Exig./A _t	0.006 (1.29)	-	-0.007 (2.58)**	-	0.23 (14.17)***	+
C.Receb.	0.029 (7.52)***	+				
Receitas			-0.001 (3.73)***	?		
A.Im			0.02 (3.45)***	+		
Constante	-0.034 (0.15)	?	3.525 (7.81)***	?	-9.495 (6.57)***	?
Observ.	112		590		485	
R ²	0.40		0.08		0.34	
F teste	24.22***		11.63***		123.48***	

Valor absoluto da t-estatística entre parênteses

* significante ao nível de 10%; ** significante ao nível de 5%;

*** significante ao nível de 1%

Notas a Tabela 3

Modelo (1.1) : $DespDevDuv_t = \alpha_0 + \alpha_1 VLL + \alpha_2 [Exig_t/A_t] + \alpha_3 CRec_t + \varepsilon_t$

DespDevDuv_t : Despesas com provisão para devedores duvidosos medidos em termos dos Ativos Totais;
VLL: Variação do Lucro Líquido, excluindo as despesas de provisão para devedores duvidosos, medidos em termos dos Ativos Totais;

Exig_t/A_t : Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidade e os Ativos Totais;

C.Rect : Contas a Receber escalados pelos Ativos Totais.

As despesas de provisões para devedores duvidosos (DespDevDuv) foram coletadas de companhias que tradicionalmente lançam em sua contabilidade essa provisão (1995-1999). O VLL mensura a variação do lucro líquido em relação ao ano anterior, excluindo os efeitos das despesas de provisões para devedores duvidosos. Como variável explicativa adicional ao VLL e ao endividamento, foram incluídas as contas a receber (C.Rec). Os dados foram coletados do período de 1995-1999, usando na regressão os anos de 1996-1999.

Continuação Tabela 3

$$\text{Modelo (1.2) } \text{Desp. Deprec}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{VLL}_t + \beta_2 [\text{Exig}_t/\text{A}_t] + \beta_3 \text{Receitas}_t + \beta_4 \text{A.Im.}_t + \varepsilon_2$$

Desp. Deprec = Despesas de Depreciação;

VLL = Variação do Lucro Líquido, excluindo as despesas de depreciação;

Exig_t/A_t = Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidade e os Ativos Totais

Receitas = Receitas Líquidas do período;

A.Im. = Ativo Imobilizado.

As despesas de depreciação (Desp. Deprec) foram coletadas de companhias que registraram montante de pelo menos 1% dos Ativos Totais como despesas de depreciação. O VLL mensura a variação do lucro líquido em relação ao ano anterior excluindo o efeito das Desp. Depreciação. Como variáveis explicativas das Despesas de Depreciação, adicionalmente ao VLL e ao endividamento, foram incluídas as Receitas e o montante total de Ativos Imobilizados do período. Os dados foram coletados no período de 1995-1999, usando-se na regressão os anos de 1996-1999.

$$\text{Modelo (1.3) } \text{RecNOP}_t = \gamma_0 + \gamma_1 \text{VLL}_t + \gamma_2 [\text{Exig}_t/\text{A}_t] + \varepsilon_3$$

RecNOP = Receita Não Operacional

VLL = Variação do Lucro Líquido, excluindo as receitas de não operacionais

Exig_t/A_t = Indicador de Endividamento, baseado na razão entre as Exigibilidade e os Ativos Totais

As receitas não-operacionais foram coletadas de companhias que tradicionalmente possuem essa conta (1995-1999). O VLL mensura a variação do lucro líquido em relação ao ano anterior, excluindo os efeitos das receitas não-operacionais. Os dados foram coletados no período de 1995-1999, usando-se na regressão os anos de 1996-1999.

5.6 Outras Evidências do “Gerenciamento” de Resultados para Reduzir a Variabilidade (*Income Smoothing*)

Algumas contas contábeis são citadas na imprensa especializada e por profissionais como sendo problemáticas e que podem estar sendo “manejadas”: Dentre outras analisaremos as seguintes:

- a) Ativo Diferido
- b) Amortização de Ágio/Deságio de Investimentos
- c) Provisão para Perdas em Investimentos
- d) Variações Monetárias (Cambiais)
- e) Reservas de Reavaliação

Como metodologia de análise, estar-se-á procurando confrontar as variações entre períodos nessas contas previamente citadas e as variações dos lucros líquidos (VLL). De acordo com as premissas de “gerenciamento” de resultados, para reduzir a variabilidade, espera-se que as contas analisadas exerçam sempre papel oposto ao sentido da variação do lucro. Quando a VLL, excluindo o efeito dessas contas, estiver

aumentando, espera-se que essas contas sempre atuem no sentido de reduzi-lo. Do mesmo modo, estima-se que, quando a VLL for negativa, estas contas contábeis sejam usadas para minimizar a queda dos lucros.

Metodologicamente, foi utilizado o coeficiente de correlação de PEARSON⁴⁵ (r). Este indicador representa medida do grau de associação entre duas variáveis a partir de uma série de observações.

A seguir, após breve análise teórica de cada conta, serão discutidos os resultados obtidos do índice de correlação de cada conta específica em relação à variação do lucro líquido (VLL).

1) Ativo Diferido

Segundo FIPECAFI/Arthur Andersen (1994:263);

“o ativo diferido caracteriza-se por evidenciar os recursos aplicados na realização de despesas que, por possuírem claro potencial de contribuição para a formação do resultado de mais de um exercício social futuro, somente são apropriadas às contas de resultado à medida e na proporção em que essa contribuição influencia a geração do resultado futuro”.

Mais adiante se acrescenta:

”os principais problemas contábeis relacionados ao ativo diferido dizem respeito a: custos e despesas que podem (ou devem) ser diferidos, o grau de incerteza no tocante à realização dos benefícios futuros aceitável para diferimento de custos e receitas; o método de amortização a ser utilizado, linear ou outro que represente a efetiva contribuição do custo ou despesas diferidos para o resultado de cada exercício”.

Lançamentos em ativos diferidos,⁴⁶ longe de serem objetivos, envolvem vários julgamentos e avaliações por parte dos gestores que inferirão se gastos específicos poderão efetivamente trazer benefícios a exercícios futuros, e, além disso, determinar

⁴⁵ O grau de associação será positivo se o r for positivo, atingindo no máximo o valor de $r=1$, que representaria duas variáveis diretamente proporcionais. Alternativamente, o grau de associação será negativo quando o comportamento das variáveis for em sentido oposto, alcançando o valor extremo de $r=-1$, para as variáveis inversamente proporcionais.

⁴⁶ No ativo diferido encontram-se usualmente as seguintes contas: Gastos de Implantação, Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos, Gastos de Implantação de Sistemas e Métodos e Gastos de Reorganização.

um critério racional que permita confrontar despesas com receitas futuras. Compreende-se, assim, porque ativos diferidos podem constituir-se em riscos à fidedignidade das demonstrações contábeis.

A fim de testar a hipótese do “gerenciamento” de resultados para reduzir variabilidade do resultado, foi verificada a correlação entre a VLL e a variação do ativo diferido (V.AT.DIF.). O indicador de correlação confirmou-se valor negativo (-0.196) significativo de 1%, quando ocorre uma VLL negativa, excluídos os efeitos da variação do diferido, o ativo diferido tenderia aumentar. Por outro lado, quando a VLL fosse positiva, espera-se V.AT.DIF. negativa, haveria maior reconhecimento de despesas no período.

2) Amortização de Ágio/Deságio de Investimentos

As contrapartidas da amortização do ágio ou deságio são lançadas como despesas (receitas) operacionais, influenciando, portanto o resultado do exercício. Os critérios de amortização dependerão da natureza do ágio que está sendo amortizado. Podem-se encontrar as seguintes razões para Amortização de Ágio/Deságio:

I) Amort. por Diferença de valor de mercado dos bens⁴⁷

II) Amort. por Expectativa de Rentabilidade Futura⁴⁸

III) Amort. por outras Razões Econômicas

Para IUDICIBUS (*et all.*, 1995:271), entre os critérios de amortização destaca-se como mais problemático o das outras Razões Econômicas:

“Nesse tipo de ágio há normalmente mais dificuldades em determinar critérios e bases objetivas de sua amortização, pois seus componentes e fundamentos econômicos são muito subjetivos e não relacionados diretamente com os resultados apurados pelas coligadas ou controlada de um período particular identificável.”

⁴⁷ Conforme a Instrução No. 01, inciso XXII, “O ágio ou o deságio decorrente da diferença entre o valor de mercado de bens do ativo e o valor contábil na coligada ou na controlada desses mesmos bens deverá ser amortizado na proporção em que for sendo realizado na coligadas ou na controlada por depreciação, por amortização ou por exaustão dos bens ou por baixa em decorrência de alienação ou perecimento desses mesmos bens.”

⁴⁸ O ágio por expectativa de lucros futuros deve ser amortizado contra esses lucros na medida eles se comportarem conforme previsto. Se forem menores pode ser necessário acelerar essa amortização. Por sua vez o deságio decorrente de prejuízo deve ser amortizado quando houver o prejuízo.

A amortização do ágio/deságio de investimentos envolve avaliações de caráter subjetivo. Diante disso, espera-se que, em contexto de VLL (excluído do efeito da amortização) negativa, deva-se esperar tendência a diminuição das despesas (ágio) e aumento das receitas (deságio). Para VLL positiva esperam-se os resultados anteriores com sinais opostos.

É importante registrar que, para efeito do cálculo do coeficiente de correlação, foram reunidos amortizações de ágio (despesas) com sinal negativo, e amortizações de deságios (receitas) com sinal positivo. O coeficiente de correlação estimado foi negativo conforme esperado (-0,308), em grau de significância de 1%

3) Provisões para Perdas em Investimentos

A Lei das Sociedades Anônimas determina que seja constituída provisão para cobrir perdas prováveis na realização do valor de investimentos quando comprovadas como permanentes. Conforme IUDÍCIBUS (*et all.*, 1995:214):

“Normalmente, para determinar se uma empresa investidora tem perdas com seus investimentos em outras sociedades, é necessário saber qual a situação dessas sociedades. Para tanto, a base normal é obter as demonstrações financeiras dessas empresas e apurar o valor patrimonial das ações possuídas, para comparar com o valor registrado na conta de investimentos da investidora.”

Adverte-se mais adiante:

“Não há dúvida de que a constituição de uma provisão para perdas em investimentos é, em muitos casos, subjetiva e até complexa, conforme as circunstâncias. A provisão, além disso deve ser feita na proporção das perdas esperadas, ou seja, em certas circunstâncias será necessária uma provisão integral, em outros casos, deverá ser de 30%, 40%, 50%, outra porcentagem”.

Constata-se, portanto, que o lançamento desta provisão envolve julgamento subjetivo. A provisão para perdas de investimento é conta patrimonial credora e, como tal, aumento das provisões implica aumento do saldo (ou variação positiva). Deste modo, esperava-se que VLL positiva implique em Variação das Provisões de Perdas positiva, e o oposto para o VLL negativo. Os resultados no sentido esperado apresentaram correlação positiva de (0.814) significativa de 1%.

4) Variações Monetárias (Cambiais)

Variações monetárias⁴⁹ são as atualizações dos direitos de crédito e das obrigações, sempre que referidas atualizações não forem prefixadas, mas determinadas posteriormente em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposição legal ou contratual.

Tem sido freqüente a preocupação dos órgãos reguladores com o controle do lançamento das variações monetárias, cite-se, por exemplo, a Deliberação CVM No 404, de 27/09/01, que dispõe sobre o tratamento contábil dos ajustes de ativos e passivos em moeda estrangeira.

Diante disso, julgou-se conveniente verificar se essa conta poderia estar sendo utilizada para promover “gerenciamento” dos resultados contábeis. Para efeito do teste, o ideal seria utilizar exclusivamente as variações cambiais, entretanto, devido a inexistência da informação estratificada, utilizaram-se as variações monetárias.

O resultados estimados revelaram coeficiente negativo de **(-0.180)** significativo. O sinal do indicador foi no sentido esperado, entretanto também se deve reconhecer que, dentre os outros coeficientes apurados, esse foi o de menor magnitude.

5) Reservas de Reavaliação

A reservas de reavaliação são aumentos de valor atribuídos a ativos da sociedade que não se caracterizam ainda como lucros realizados e efetivos. Mas são também parcelas integrantes do patrimônio líquido, significando sua parte ainda não realizada. Hoje, para sua contabilização, precisam seguir um ritual, quer do ponto de vista da Lei das S/A, quer da Legislação Fiscal (e da CVM no caso das companhias abertas).

Esta conta é distinta das anteriores, pois não se relaciona a nenhuma conta de resultado, e sua variação quando não tem impacto sobre o lucro apurado. Entretanto, com as reservas aumenta-se o patrimônio líquido da empresa e, conseqüentemente,

⁴⁹ São exemplos de variações monetárias:

a) **ativos** – ganhos de câmbio, correção monetária pós-fixada e outras formas de atualização não prefixadas, RIR/99, art. 375;
b) **passivos** – perdas de câmbio, correção monetária e outras atualizações não prefixadas, RIR/99, art. 377.

consegue-se efeito positivo sobre indicadores financeiros. Na investigação da correlação entre a VLL e a variação das reservas de reavaliação encontrou-se o indicador mais próximo da unidade, em termos absolutos. Apurou-se quase uma correlação perfeita, inversamente proporcional, entre o VLL e a variação das reservas de reavaliação, quando os resultados pioram (VLL negativo), aumenta-se a propensão a se realizar reavaliação dos ativos.

O quadro a seguir apresenta os índices de correlação entre a VLL e as contas estudadas.

Quadro 9 – Indicador de Correlação de Pearson

		VAR.ATIV. DIFERIDO	AMORT. AGIO/DES	V. PROV. PER. INV.	VAR. MONET.	V. RES. REAVAL.
VLL	Correlação	-.196**	-.308**	.814**	-.180**	-.949**
	N	832	190	265	558	1108

** Correlação é significativa ao nível de 1%.
N: número de empresas-ano estudadas

Como observação final cabe refletir sobre a limitação dos resultados apresentados, advertindo que o indicador de correlação é um dado que permite apenas uma interpretação parcial de um fenômeno, não podendo ser entendido como uma relação direta de causalidade. Duas variáveis serem correlacionadas, não garante per se que uma é causa e outra é consequência. Entretanto não se pode ignorar que essas evidências são bastante persuasivas, e não contrariam a hipótese de estar ocorrendo “gerenciamento” de resultados contábeis para reduzir a variabilidade dos lucros (*income smoothing*).

6 Estimando as Acumulações Discricionárias para as Companhias Abertas Brasileiras

6.1 Proposta do Capítulo

Após terem sido discutidas as metodologias empíricas de distribuição de frequências e de contas específicas, neste capítulo será implementada uma técnica voltada a estimar as Acumulações Discricionárias (*discretionary accruals*). Como já foi discutido, as AD constituem um sucedâneo (*proxy*) do “gerenciamento” de resultados contábeis. Por meio da sua magnitude e valor, pode-se inferir se a empresa, em determinado ano, praticou “gerenciamento” de resultados no sentido de aumentar os lucros (*income increasing*) ou de diminuir os lucros (*income decreasing*).

Para efeito deste estudo, foi utilizado o modelo de KANG & SIVARANKRISHMAN (1995). Constata-se que a grande maioria dos artigos sobre “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*) que estimam as acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) o fazem utilizando o modelo de JONES. Entre os fatores que poderiam explicar essa preferência pelo modelo de JONES, encontra-se a simplicidade e menor número de variáveis que são requeridas quando comparado ao modelo KS.

Embora demande maior número de variáveis, e talvez por isso mesmo, o modelo KS é o mais completo, tanto no sentido contábil de descrever mais eficientemente o processo de definição das acumulações (*accruals*), como no aspecto ligado à precisão estatística. Como se sabe, o modelo KS (**Capítulo 3**) opera diretamente com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil, evitando-se desse modo o indesejável problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos (o que não é o caso do modelo de JONES, pois este utiliza a variação das contas de resultados). Esse detalhe metodológico ganha relevância no Brasil, quando se considera o aspecto inflacionário, que comprometeria a comparabilidade entre dois exercícios.

Implementado o modelo KS,⁵⁰ procurar-se-á verificar a coerência de suas estimativas, analisando os valores estimados das Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*), revisando, os resultados confirmados nas **Hipóteses 1 e 2** deste trabalho (**Capítulo 4**). Adicionalmente, verificar-se-á se, quando do lançamento de ADR no mercado americano, as companhias brasileiras também estariam “gerenciando” os resultados dos balanços publicados no Brasil.

6.2 Modelos, Variáveis e Dados para Estimar Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*)

6.2.1 Modelo Kang e Silvaramakrishnan (1995) e Variáveis

Uma das maiores dificuldades na implementação do modelo KS é a preparação dos dados para a regressão múltipla. Embora tecnicamente mais robusto que o modelo de JONES, o modelo KS demanda grande quantidade de dados contábeis. Acrescente-se que esse volume de dados também se torna fator redutor do tamanho da amostra sobre o qual pode ser aplicado.

⁵⁰ Ao nível de experimentação aplicou-se também o modelo de JONES, embora os resultados não tenham sido reportados neste trabalho, Cabe observar que as estatísticas computadas foram insatisfatórias. As variáveis explicativas utilizadas: Ativo Permanente e Receitas não foram suficientemente precisas para estimar o montante das acumulações (*accruals*). O modelo teve uma estatística F não significativa, bem como um R^2 muito baixo. Caso fosse utilizado esse modelo, teríamos estatísticas viesadas, bem como valores das acumulações discricionárias elevadas.

Transcrevem-se a seguir as equações e variáveis fundamentais do modelo KS:

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 \times [\delta_1 \times Rec_{it}] + \phi_2 \times [\delta_2 \times Desp_{it}] + \phi_3 \times [\delta_3 \times A.Per_{it}] + \varepsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 \times [\delta_1 \times Rec_{it}] + \phi_2 \times [\delta_2 \times Desp_{it}] + \phi_3 \times [\delta_3 \times A.Per_{it}] \}$$

Onde :

AT_{it} = *Acumulações Totais* = (Δ CGL – Depreciação&Amortização_t)

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação sobre faturamento)

Desp_{it} = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização

CGL = Capital de Giro Líquido, excluindo as Disponibilidades, Financiamentos de Curto Prazo e Provisão p/ Impostos a Pagar

A.Per_{it} = Ativo Permanente (Investimentos + Imob. + Diferido)

CR_{i,t-1} = Contas a Receber no período *t-1*

DEPR_{i,t-1} = Despesas de Depreciação e Amortização no período *t-1*

δ_1 = CR_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}, onde CR (Contas a Receber) no período *t-1*

δ_2 = (CGL – CR_{i,t-1}) / Desp_{i,t-1}

δ_3 = DEPR_{i,t-1} / A.Per_{i,t-1}

Rec_{it}, Desp_{it}, A.Per_{it}, essas variáveis foram medidas em termos de Ativos Totais.

Conforme se verifica da equação, o modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial, procurando explicar a dimensão das *Acumulações Totais* (capital de giro líquido menos depreciação e amortização do período).

Cabe discutir o tratamento específico que foi realizado em cada variável de modo a refletir mais corretamente a realidade brasileira. A variável **AT** (*Acumulações Totais*) constitui a variação do capital de giro líquido excluído das disponibilidades e financiamentos de curto prazo, que será subtraído do total da depreciação e amortização, sendo este saldo final medido em termos de porcentagem dos ativos totais. Acrescente-se que, caso existam provisões (ou créditos) tributários, estes também devem ser excluídos no cômputo das **AT**.

A **Rec** representa a Receita Líquida excluída dos impostos incidentes sobre o faturamento, e a **Desp** representa o total de despesas operacionais (CMV, CPV, Desp. de Vendas e Administrativas), antes da depreciação&amortização e juros, variável medida em termos de porcentagem dos ativos totais.

No tocante à variável **A.Perm**, o modelo original sugere a utilização das contas Propriedades, Plantas e Equipamentos, que seria equivalente ao somatório do Ativo Imobilizado e Ativo Diferido, sendo estimado em termos brutos. Entretanto, nesse ponto encontra-se grave restrição à aplicabilidade plena do modelo, com os dados disponíveis.

Lamentavelmente, verificou-se que muitas empresas não segregam em seus balanços, com detalhes, as contas do ativo diferido e ativos imobilizados, bem como, em vários casos, os valores nem sempre são utilizados em termos brutos. Diante dessa restrição, foi utilizado o valor do Ativo Permanente como todo, como sucedâneo (*proxy*) para o PPE. Nesse ponto reconhece-se que talvez se tenha incorporado ao modelo certo “ruído” aumentando ainda mais o risco da realização de erros de mensuração. Em termos práticos, se houve consequência deste procedimento, foi a redução da importância da Depreciação & Amortização. Alguns autores consideram que a possibilidade de se gerenciar a conta depreciação é muito remota. Entretanto, para o contexto do Brasil, nosso estudo no **Capítulo 5** demonstrou que pode estar existindo esse “manejo” na definição do valor lançado.

Os parâmetros δ_1 , δ_2 e δ_3 podem ser interpretados como os indicadores de rotatividade que procuram acomodar fatores específicos da firma e compensam o fato da equação do modelo KS estar sendo estimada em amostra conjunta de várias empresas entrecruzadas (*cross-sectional*).

O indicador δ_1 , [$\delta_1 = \text{CR}_{i,t-1} / \text{Rec}_{i,t-1}$], representa a razão entre contas a receber e receitas do ano anterior, que será multiplicada pelas vendas do período corrente [$\delta_1 \times \text{Rec}_{it}$].

De modo similar, o indicador δ_2 , [$\delta_2 = (\text{CGL}_{it-1} - \text{CR}_{it-1}) / \text{Desp}_{i,t-1}$], representa a razão entre o capital de giro líquido (excluído das disponibilidades, financiamento de curto prazo e contas a receber) e as despesas operacionais do período anterior, que será multiplicada pelas despesas operacionais do período corrente [$\delta_2 \times \text{Desp}_{it}$].

Por sua vez, o δ_3 , [$\delta_3 = \text{DEPR}_{i,t-1} / \text{A.Perm}_{i,t-1}$], constitui a razão entre as despesas de depreciação e os ativos permanentes do período anterior, que será multiplicada pelo ativo permanente do período corrente [$\delta_3 \times \text{A.Perm}_{it}$].

6.2.2 Modelos Aplicados

A estimativa das Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accrual*) envolve inicialmente que seja rodada a regressão para estimar os coeficientes que precedem às variáveis utilizadas. Esses coeficientes devem representar a melhor maneira de descrever o valor das Acumulações Totais para o contexto das empresas.

Calculados os coeficientes, o passo seguinte é verificar o erro, a diferença entre o valor das acumulações totais e o valor estimado a partir dos coeficientes.

Deve-se utilizar o método econométrico mais apropriado, pois é do valor dos erros da regressão que extraímos aquele componente que será as AD para cada firma. Utilizando procedimentos variados, procurou-se estimar o erro da melhor maneira possível. Desse modo foram implementados quatro modelos que procuravam cobrir eventuais problemas que poderiam existir e permitir a escolha do modelo mais robusto para as análises posteriores.

Modelo 2.1 Modelo KS com Regressão pelo Método dos Mínimos Quadrados

Neste modelo, foi efetuada regressão múltipla pelo método dos mínimos quadrados simples.⁵¹ Através da regressão, procurou-se minimizar os erros em relação às variáveis explicativas. Teoricamente, sabe-se que esse modelo apresenta sérias restrições técnicas, entretanto executa-se para se ter idéia comparativa com os modelo tecnicamente superiores.

Modelo 2.2 Modelo KS incluindo Variáveis Binárias (*dummies*) para os Anos

Incorporam-se ao **Modelo 2.1** variáveis binárias⁵² (*dummy*) para controle de anos. Na regressão, é excluída a variável binária para o ano de 1996, tal como preceitua a boa técnica econométrica. O uso de variáveis binárias para anos tem como

⁵¹ O método dos mínimos quadrados quando é aplicado para dados é popularmente conhecido pela terminologia de “rodar uma regressão”. Para a variável dependente (o regressando) é “rodada uma regressão” em relação as variáveis independentes (os regressores) para produzir as estimativas dos coeficientes dos mínimos quadrados.

⁵² Em análises de regressão, a variável dependente é freqüentemente influenciada não apenas por variáveis que podem ser bem quantificadas, mas também por variáveis que são essencialmente de natureza qualitativa. A utilização de variáveis binárias (*dummy*) permite um método de quantificação dos atributos de qualidade mediante a criação de variável artificial que assuma valores 1 ou 0, 0 - indicando a ausência do atributo e 1 - indicando a presença do atributo.

propósito verificar se, nos erros, teria sido incluído algum componente ligado a particularidades de cada ano. Talvez, em alguns anos, fosse possível encontrar características específicas que explicasse o comportamento da variável dependente.

Modelo 2.3 Modelo KS incluindo Variáveis Binárias (*dummies*) para Setores

Incorpora-se ao **Modelo 2.1** variáveis binárias para controle de setores econômicos. Nosso grupo de análise está classificado em 15 setores econômicos. Para efeito da regressão foram feitas as análises com 14 variáveis binárias de setor. De modo semelhante, o propósito da variável binária para o setor é verificar se existe alguma particularidade por setor que teria sido incorporada nos erros.

Modelo 2.4 Modelo KS, usando Variáveis Instrumentais

O modelo que utiliza variáveis instrumentais⁵³ é superior pelo fato de analisar as características dos erros de modo mais preciso. Sabe-se que deve existir correlação entre os erros e as variáveis independentes; assim como há entre as Acumulações Discricionárias (AD) e as Acumulações Não Discricionárias (NAD). Se aumentar uma das variáveis, digam-se as AD, como consequência a outra terá que ser reduzida, e as NAD cairão. Recordar-se que as Acumulações Totais = AD + NAD. Diante desses problemas de correlação entre as variáveis, um modo de corrigir a falha é a utilização da técnica econométrica de variáveis instrumentais.

Com as variáveis instrumentais realiza-se a regressão em dois estágios, em que se procura neutralizar o viés que seria provocado por se executar a regressão sem os devidos cuidados. Para a operacionalização das variáveis instrumentais é crucial a identificação dos instrumentos, que seriam variáveis que se correlacionam com as variáveis independentes, mas que não devem correlacionar-se com os erros. Neste trabalho, como instrumentos foram escolhidos os indicadores de rotatividade (δ_1 ,

⁵³ Quando existe correlação entre as variáveis independentes e os erros, o método dos mínimos quadrados não oferece resultados satisfatórios. Diante desse problema o método alternativo mais utilizado são as variáveis instrumentais. A aplicação do método das variáveis instrumentais requer inicialmente que se identifiquem “instrumentos” para cada variável independente que no período corrente seja correlacionada com os erros. Essas novas variáveis (instrumentos) devem ter duas características. Primeiro, devem ser contemporaneamente não-correlacionada aos erros, e devem ser estritamente correlacionadas à variável dependente para a qual exercem o papel de instrumento. A estimativas das variáveis instrumentais é então encontrada usando fórmula que envolve tanto o valor original das variáveis como as variáveis instrumentais.

δ_2, δ_3) defasados de um período. A escolha tem respaldo técnico nas observações de KENNEDY (1998:142), que assim se posiciona sobre a escolha do melhor instrumento:

“It may be possible to use as an instrument the lagged value of independent variable in question; it is usually correlated with the original independent variable, and, although it is correlated with the disturbance vector, because it is lagged it is not contemporaneously correlated with the disturbance”.

Restrições aos Modelos

Idealmente, para se ter estimativa mais precisa das Acumulações Discricionárias, dever-se-ia trabalhar com o que se conhece como dados de painel (*panel data*), e seria aplicada a técnica econométrica que conciliasse, simultaneamente, regressão em séries temporais com regressão entrecruzada (*cross-sectional*). Por meio dessa análise seria possível identificar mais precisamente, para cada empresa, o valor das acumulações discricionárias.

Deve-se, entretanto, observar que a maior parte da literatura utiliza a técnica de modo semelhante à desenvolvida neste trabalho. A impossibilidade de se aplicar o método que se julgaria mais conveniente foi devida à limitação do número de anos no estudo (1995-1999). Para se poder trabalhar com séries temporais, ao menos 10 anos seriam necessários.

6.2.3 Dados Utilizados e os Resultados das Regressões

Para efeito de análise, compararam-se os resultados de todos os modelos. Desse modo, foram rodadas regressões com número idêntico de observações. O modelo mais restritivo no tocante às observações foi o **Modelo 2.4.**, que, além das variáveis utilizadas nos modelos anteriores, demanda a disponibilidade de informações relativas aos instrumentos. No total, apenas para 147 firmas foi possível obter dados relativos ao quatro anos 1996-1999.

Na **Tabela 4** são apresentados os resultados dos diversos modelos de que é possível extrair-se conclusões interessantes. O **Modelo 2.1** apresentou estatísticas satisfatórias tanto no teste t e teste F, como no cômputo do coeficiente R^2 . Entretanto sabe-se que o modelo não expressa a realidade, dada a existência de correlação entre as variáveis e os erros.

O **Modelo 2.2** demonstrou não existir grande diferença entre os anos para efeito de cálculo das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*), uma vez que os coeficientes da regressão foram muito similares.

Quanto ao **Modelo 2.3**, no qual se incorporam os setores, percebe-se que as variáveis ligadas aos setores foram anuladas na regressão. E o coeficiente R^2 aumentou expressivamente, indicando a existência de eventual problema de multicolinearidade devido à introdução de número muito elevado de variáveis binárias.

Finalmente, o **Modelo 2.4**, tecnicamente o mais completo, evidenciou resultados satisfatórios, com significativa estatística F. O ponto crítico da análise foi o resultado da variável ligada aos Ativos Permanentes. Para essa variável a estatística t demonstrou não ser significativamente diferente de zero.⁵⁴ Apesar do resultado modesto para esse item, decidiu-se conservar esse parâmetro, embora reconhecendo o risco de novos problemas de mensuração estarem sendo incorporados.

Diante dos diversos modelos, e entendendo que as variáveis instrumentais são a resposta técnica mais compatível ao problema, estimaram-se as acumulações discricionárias (*discretionary accrual*) usando o **Modelo 2.4**. O cálculo dos erros mostrou distribuição entre as empresas que possuíam AD positivos (aumentando os resultados) em determinados anos, e outros grupos de empresas que possuía AD negativos (diminuindo seus resultados).

⁵⁴ O ponto interessante é observar que no método dos mínimos quadrados essa variável era sempre significativa. Entretanto, quando aplicado o método das variáveis instrumentais, constatou-se que a sua relevância não era exatamente aquela que se imaginava.

Tabela 4 – Estimativa das “Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*)” (*Modelo KS Modificado*) Cias. Brasileiras Abertas (1996-1999)

Variáveis	Modelo (2.1) MQ		Modelo (2.2) MQ (Anos)		Modelo (2.3) MQ (Setores)		Modelo (2.4) VAR.INST	
	AT/A _t	S.P.	AT/A _t	S.P.	AT/A _t	S.P.	AT/A _t	S.P.
ind1*rec	0.028 (2.74)***	+	0.028 (2.70)***	+	1.078 (3.16)***	+	1.119 (2.49)**	+
ind2*desp	0.831 (25.92)***	+	0.832 (25.84)***	+	0.734 (2.57)**	+	0.886 (3.63)***	+
ind3*aper	0.576 (3.20)***	+/-	0.577 (3.19)***	+/-	0.304 (0.5)	+/-	1.432 (1.33)	+/-
a97			0	?				
a98			-0.01					
a99			0	?				
			-0.02					
			0.005	?				
			-0.25					
s02-S15					0	?		
					0			
Constante	0.044 (3.33)***	?	0.042 (2.37)**	?	-0.059 (2.04)**	?	-0.176 (1.62)	?
Observ.	587		587		587		587	
R ²	0.54		0.54		0.76		N.A.	
F Teste	228.31***		113.60***		12.84***		10.01***	

Valor absoluto da t-estatística entre parênteses

* significante ao nível de 10%; ** significante ao nível de 5%;

*** significante ao nível de 1%

Notas: Tabela 4

Modelo de KANG & SILVARAMAKRISHNAM (1995) (Veja Quadro 6)

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 APerm_{it}] + \epsilon_{it}$$

$$AD_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2 [\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3 [\delta_3 APerm_{it}] \}$$

AT = *Acumulações Totais* = ΔCapital de Giro Líquido- Deprec&Amort

Ind1= $\delta_1 = CR_{i,t-1} / Rec_{i,t-1}$, onde CR (Contas a Receber)

Ind2= $\delta_2 = (CGL_{i,t-1} - CR_{i,t-1}) / Desp_{i,t-1}$

Ind3= $\delta_3 = DEPR_{i,t-1} / A.Perm_{i,t-1}$

S.P. = Sinal Previsto

Continuação Tabela 4

Modelo 2.1 Modelo ks com Regressão Mét. Mínimos Quadrados

Neste modelo foi efetuada uma regressão multipla pelo método OLS

Modelo 2.2 Modelo KS incluindo variáveis binárias para anos

Incorpora-se ao Modelo 2.1, variáveis binárias para controle de anos. Na regressão é excluída a variável binária do ano de 1996.

Modelo 2.3 Modelo KS incluindo variáveis binárias para setores

Incorpora-se ao Modelo 2.1, variáveis binárias para controle de setores econômicos. Nosso grupo de análise está classificado em 15 setores econômicos. Para efeito da regressão foram feitas as análises com 14 variáveis binárias de setor.

Modelo 2.4 Modelo KS, usando Variáveis Instrumentais.

O estimador padrão de variáveis instrumentais é obtido por:

$\beta = (Z'Z)^{-1}Z'Y$, onde $Z = M(M'M)^{-1}M'A$ M é uma matriz $N \times r$ de instrumentos, A é matriz $N \times k$ dos dados, e N é o número de pontos de observações. Esse estimador é descrito em vários manuais de econometria, incluindo Greene (1999). Como instrumentos para as variáveis dependentes foram escolhidos os mesmos indicadores, $[\delta_1 \text{Rec}_{it}]$, $[\delta_2 \text{Desp}_{it}]$ e $[\delta_3 \text{APer}_{it}]$ defasados (lag) de um ano.

Com o propósito de permitir comparabilidade dos resultados, foram feitas regressões para as mesmas observações. Registre-se que, com a aplicação de Variáveis Instrumentais, o espectro de observações foi reduzido para o período de 1996-1999.

6.3 Testando as Estimativas das Acumulações Discricionárias

Depois de calculadas as acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) para cada empresa-ano do grupo de controle, apresentam-se a seguir alguns testes utilizados para verificar a coerência e validade das estimativas. Na **Tabela 5** são documentadas algumas observações realizadas, que atestam a coerência dos resultados apresentados.

6.3.1 “Gerenciando” para Evitar Perdas

Recuperou-se a discussão da **Hipótese 1** (Fig.1), agora se verificando qual o comportamento das empresas ao redor do resultado zero. Foram classificadas as empresas-ano no grupo de controle de acordo com os lucro líquidos escalado pelos ativos, e enquadrando-as em quatro subgrupos entre -2.0% até 2,0%. Conforme se verifica no **Painel A**, as empresas que estão na faixa de 0% a 1% são aquelas que possuem as AD mais altas em termos médios, sendo o grupo em que mais predomina

os valores positivos 70%. Fica evidenciado que nessa faixa existe número significativo de empresas que “gerenciam” os resultados para aumentar os lucros.

6.3.2 “Gerenciamento” de Resultados para Sustentar Desempenho (Empresas de Alto Valor de Mercado)

Similarmente ao procedimento realizado no item anterior, identificaram-se as empresas com alto valor de mercado no grupo de controle e foram classificadas de acordo com a variação do lucro líquido [**Hipótese 2 (Fig.7)**]. Conforme resultados reportados no Painel B, o valor das AD médias no intervalo de 0% a 2.5% é positivo, ao contrário do resultado no intervalo de -2.5% a 0%. Esses números indicam que, em termos médios, as empresas com variação entre 0% e 2.5% adotaram práticas no sentido de aumentar os resultados contábeis.

6.3.3 Ano em que Ocorreu Maior “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

Da análise do **Painel C** verifica-se que o ano de 1999 foi o ano “campeão” do “gerenciamento” dos resultados contábeis. Para explicar esse fenômeno, basta lembrar que 1999 foi ano particularmente ruim em termos de resultados contábeis (prejuízo médio das empresas foi de -8.14%). Nesse contexto muitas empresas provavelmente “gerenciaram” seus resultados para tentar minimizar os prejuízos, ou alternativamente “afundar” ainda mais nos prejuízos para ter um 2000 melhor.

6.3.4 Os Setores que “Gerenciam” seus Resultados mais Intensivamente

Segundo o **Painel D**, todos os setores estariam “gerenciando” (positiva ou negativamente), conclusão esta realizada em função das AD médias. Entretanto, os valores mais elevados foram encontrados nas empresas do setor de Transporte Aéreo. E os mais baixos nos setores ligados a Mineração e Mineração não metálica.

Tabela 5 – Detectando “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis no Grupo de Controle – 147 Cias. Brasileiras Abertas (1996-1999)

Painel A: Cias. Brasileiras com lucros líquidos próximo de zero, distribuídas em termos de LL/AT_t (lucros líquidos escalados por ativos totais) e Acumulações Discricionárias (ver Fig.1)

	$-2.0\% \leq LL/At < -1.0\%$	$-1.0\% \leq LL/At < 0\%$	$0\% \leq LL/At < 1.0\%$	$1.0\% \leq LL/At < 2.0\%$
A.D. Positiva	66%	66%	70%	68%
A.D. Negativa	34%	34%	30%	32%
A.D Média	0.0369	0.0182	0.0590	0.0472

Painel B: Cias Brasileiras com alto valor de mercado em relação ao valor contábil (*MV/BV ratio*), distribuídas em termos de $\delta LL/At$ (variação do lucro líquido medidos em termos de porcentagem do ativos totais) e Acumulações Discricionárias (ver Fig.7)

	$-2.5\% \leq \delta LL/At < 0\%$	$0\% \leq \delta LL/At < 2.5\%$
A.D. Positiva	45 %	57 %
A.D. Negativa	55 %	43 %
A.D. Média	-0.0470	0.0431

Painel C: Classificação dos Anos quanto ao montante de Acumulações Discricionárias (AD) (absolutos)

1º. 1999	2º. 1997	3º. 1996	4º. 1998
AD Média 0.1303	AD Média 0.1064	AD Média 0.1049	AD Média 0.1024

Painel D: Classificação dos Setores quanto ao montante das Acumulações Discricionárias (discretionary accruals) (absolutas)

Classif.	Setor	AD Médio
1o.	Transporte Aereo	0.1957
2o.	Construtora, Cimento	0.1568
3o.	Autopeças, Material de Transporte	0.1356
4o.	Elet. Eletrônicos, eletrodomésticos	0.1233
5o.	Alimentos e Bebidas	0.1189
6o.	Metalurgia, Siderurgica, Ind Mecânica	0.1165
7o.	Outras (excluída de outros setores)	0.1117
8o.	Fertilizantes	0.1109
9o.	Energia	0.1042
10o.	Papel, celulose, Madeira	0.0997
11o.	Textil	0.0966
12o.	Petroquímica, Química, Petróleo	0.0870
13o.	Comercio	0.0809
14o.	Telecomunicações	0.0750
15o.	Mineração, Mineração N. Metálicos	0.0710

Notas: Tabela 5

- Os valores das A.D foram baseados naqueles estimados no Modelo 2.4
- Para efeito de cálculo das AD Médias, exclusivamente no Painel C e Painel D, foram tratados todos os valores em termos absolutos, AD negativas foram computados como positivas.

6.3.5 “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis para o Lançamento de ADR's

Vários estudos documentaram evidências que, no geral, empresas que estão efetuando lançamento de títulos estariam, em termos médios, “gerenciando” seus resultados contábeis. Para verificar essa hipótese no contexto do Brasil, realizou-se estudo das empresas que lançaram ADR (*American Deposit Receipts*).

Espera-se que as empresas que irão lançar ADR tenham incentivo a para aumentar os seus lucros no ano anterior ao lançamento, reduzindo-se esse incentivo nos anos seguintes. No ano do lançamento e no ano seguinte ao lançamento, as motivações são menores.

Para investigar essa hipótese analisou-se dentre as empresas do grupo de controle, aquelas que realizaram lançamento de ADR no mercado americano no período de 1996 a 1999. Procurou-se verificar a média das acumulações discricionárias dessas empresas em cada um dos três anos relevantes [i. Ano Anterior, ii. Ano da Emissão, iii. Ano Seguinte].

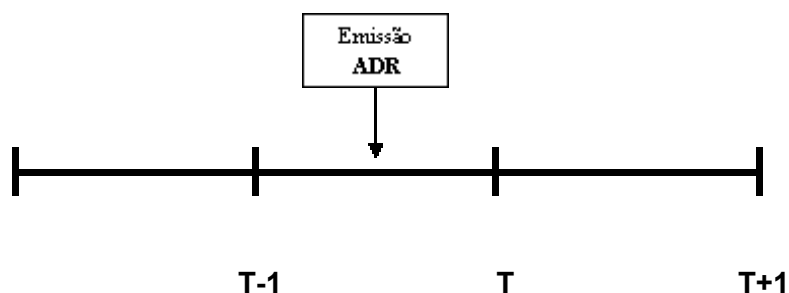
Na **Tabela 6** são apresentados os resultados dessa investigação. Observe-se que o valor das acumulações discricionárias médias no ano anterior ao lançamento é o maior entre os três anos, e justamente o valor no ano seguinte ao lançamento da ADR é o menor. A frequência de resultados positivos e negativos também segue distribuição similar. Comprova-se o que era esperado: que empresas emitindo ADR em termos médios, aumentam (melhorando) seus resultados no ano anterior ao de lançamento.

Com as observações formuladas, entende-se que os resultados do **Modelo 2.4** apresentaram respostas satisfatórias, relevando-se indicativo da existência de “gerenciamento” dos resultados contábeis em companhias brasileiras abertas.

Tabela 6 – “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis e o Lançamento de ADR’s na Nyse - 16 Cia. Brasileiras (1996-1999)

Painel A: Cias. Brasileiras que emitiram ADR’s (American Deposit Receipts) na NYSE. Análise das Acumulações Discricionárias (discretionary accruals): 1) no ano anterior ao lançamento, 2) no ano da emissão, e 3) no ano seguinte ao lançamento.

	Um ano antes da emissão da ADR	No ano da emissão da ADR	No ano seguinte a emissão da ADR
A.D. Positiva	85%	60%	57%
A.D. Negativa	15%	40%	43%
A.D. Média	0.0627	0.05528	0.0182



Notas: Tabela 6

Para calcular o valor das Acumulações Discricionárias (AD) por intervalo foram usados os erros estimados no **Modelo 2.4** (A.D) como sucedâneo (*proxy*) do “gerenciamento” de resultados. Esse fato criou limitação no número de companhias que poderiam ser analisadas, tendo em vista que as empresas a serem estudadas teriam que estar entre aquelas 147 que foram controladas. No caso das empresas que emitiram ADR, embora estas constituam grupo de quase 40, em razão da restrição observada só foi possível controlar as variáveis de 16 empresas.

7 “Gerenciamento” para Piorar os Resultados Contábeis e as Conseqüências do “Gerenciamento” de Resultados em Termos de Desempenho no Mercado de Capitais para as Companhias Abertas Brasileiras

7.1 Proposta do Capítulo

Este capítulo tem como propósito discutir dois pontos importantes sobre a matéria. O primeiro analisar as circunstâncias especiais em que os gestores estariam dispostos a “manejar” seus resultados contábeis de modo a apresentar números ainda piores dos que realmente expressam a realidade. E como segundo ponto, estudar as conseqüências no mercados de capitais do “gerenciamento” dos resultados contábeis.

Ao analisar as conseqüências do “gerenciamento” dos resultados contábeis, acredita-se promover contribuição importante. Cabe recordar os comentários de HEALY & WHALEN (1999) que, em sua revisão da literatura (*survey*), defendem a necessidade de se investigar as conseqüências do “gerenciamento” de resultados contábeis na alocação de recursos.

Neste capítulo, estar-se-ão utilizando os valores estimados das acumulações discricionárias do **Modelo 2.4**. Conforme verificado no capítulo anterior, os resultados demonstraram ser coerentes, proporcionando ao modelo uma certa credibilidade.

7.2 “Gerenciando” para Piorar os Resultados Contabeis

7.2.1 Formulando Hipótese de Pesquisa

Ilustraram-se diversos exemplos de companhias, que em determinadas condições, estariam manejando o resultado para cima, aumentando as suas acumulações discricionárias (*discretionary accrual*). Agora pretende-se expor e evidenciar empiricamente exemplo concreto no qual as empresas estariam gerenciando no sentido de piorar os seus resultados.

Antes de entrarmos nesse ponto, é importante recordar a natureza das Acumulações. Quando, por algum motivo, reconhece-se erroneamente a acumulação (*accrua*) em determinado período, está-se alterando não apenas o resultado corrente, mas também o resultado futuro.

A título de exemplo, considere-se o caso das despesas de depreciação. Imagine-se que, deliberadamente, deixa-se de reconhecer as despesas de depreciação. Esse fato terá impacto positivo no período corrente, mas influenciará negativamente no período futuro, quando se tenha que reconhecer cumulativamente as despesas não lançadas nos períodos anteriores. O mesmo fenômeno pode ocorrer em sentido contrário: pode-se reconhecer, no período corrente, despesa de depreciação que só deveria ser lançada no exercício seguinte. Ao fazer isso, carrega-se o período corrente, a favor de resultado mais folgado no exercício futuro.

Tendo em vista esse fato, pode-se apresentar o que internacionalmente é conhecido como *Take Bath*, ou seja, empresas que se encontram com resultado contábil muito ruim e que não teriam condições de “manejar” o resultado para melhorá-lo, podem optar por piorá-lo ainda mais, de modo que, no futuro, os resultados venham a ser mais satisfatórios.

A experiência revela que os investidores estão sempre focalizados no futuro e nos progressos que a companhia implementa. Se a empresa consegue demonstrar que está melhorando e sinaliza essa melhoria após resultado ruim, os investidores podem ser “iludidos” pela idéia de que a situação da companhia está efetivamente melhorando.

Na literatura contábil, HEALY (1985) introduziu esse termo, *take a bath*, afirmando que as empresas procuram reduzir os lucros presentes, mediante o adiamento do reconhecimento de receitas ou acelerando o reconhecimento de despesas.

Além de estar focalizado numa melhora do resultado futuro, podem estar gerenciando os seus resultados contábeis para evitar custos políticos e de regulamentação – vide WATTS & ZIMMERNMAN (1986).

Exemplos de empresas que poderiam “manejar” seus resultados visando reduzi-los:

- Companhia que deseje proteção tarifária contra produtos estrangeiros, alegando fragilidade financeira.
- Empresa que tenha grande projeção (foco político), para evitar passar imagem excepcionalmente boa, procura reportar resultados modestos.
- Empresa que não deseje pagar parcela muito significativa de dividendos (obrigatórios).

Deste modo formula-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H5: As Cias. Abertas Brasileiras que estiverem com resultados contábeis muito ruins no período corrente, irão piorar os mesmos em prol de melhores resultados futuros.

7.2.2 Metodologia Utilizada para Testar a Hipótese e Análise dos Resultados

Para verificar a prática de “*take a bath*” pelas empresas com resultados muito ruins, classificou-se o total de observações de empresas-ano em cinco subgrupos ordenados decrescentemente de acordo com o valor das acumulações discricionárias (AD). No grupo 1 ficam as observações de empresas-ano em que ocorreram os maiores valores positivos de acumulações discricionárias. Por sua vez, para o grupo 5 restaram as empresas-ano em que ocorreram os maiores valores de acumulações discricionárias negativas.

A partir dessa estratificação, foram computadas as acumulações discricionárias médias e os lucros médios para cada subgrupo, sendo as observações registradas na **Tabela 7**.

No Painel A encontra-se o lucro líquido médio para cada subgrupo. Percebe-se que, para as empresas que gerenciaram o resultado para baixo de modo mais forte (Quartil 5), encontramos o pior resultado em termos de rentabilidade. Aquelas empresas que, no geral, estão tendo grandes prejuízos, são justamente as que terão maior propensão a “gerenciar” os resultados para baixo. Entende-se que essa evidência demonstra bem a prática de “*take a bath*” pelas empresas que estão com resultados muito ruins.

Ainda no **Painel A** constata-se que as empresas que estão gerenciando para melhorar seus resultados com mais intensidade são aquelas que, em termos médios, também possuem resultados negativos, porém próximos de zero. sinalizando que algumas dessas empresas “gerenciaram” no sentido de evitar as perdas, ou para minimizá-las, conforme fosse possível.

Como complementação à análise, cabe observar o **Painel B**, no qual está exposta a matriz de transição das AD. Através dessa tabela procura-se evidenciar a probabilidade de transição de um subgrupo (quartil) para outro. Em termos hipotéticos, a empresa que se encontra em determinado grupo (quartil) passará a outro no período seguinte com que probabilidade (ver notas para detalhes de como a matriz foi elaborada).

A matriz de transição demonstrou que, para a empresa que se situou no quartil 1 há probabilidade de 33,75% de ficar no mesmo grupo e 21,25% de se deslocar para o grupo 5 no ano seguinte. Por sua vez, a empresa que estava no quartil 5 tem a probabilidade de 31,40% de continuar no mesmo quartil e 16,28% de se transferir para o quartil 1. A matriz confirmou a idéia de que determinado padrão de “gerenciamento” não pode ser mantido por muito tempo.

Como complementação à análise, foi plotado o diagrama de dispersão (**Fig.11**) que relaciona as AD com o lucro líquido escalado pelos ativos. Nota-se, pelo gráfico, grande concentração de empresas com pequenos índices de lucratividade e valores positivos das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*). Apurou-se também freqüência relativamente grande de empresas com resultados positivos e que utilizaram práticas de reduzir os lucros.

**Tabela 7 – Proxy de “Gerenciamento” de Resultados Contábeis:
Acumulações Discricionárias (*Discretionary Accruals*) 147 CIAS.
Brasileiras Abertas (1996-1999)**

**Painel A - Lucro Líquido Médio e Acumulações Totais (AT) por Quintil
de Acumulações Discricionárias (AD)**

Quintiles		AD/A_t	AT/A_t	LL/A_t
Aumentando Lucro	1	0.2115	0.1448	-1.87%
	2	0.0973	0.0691	0.72%
	3	0.0411	0.0514	1.30%
	4	-0.0198	0.0704	-2.35%
Diminuindo Lucro	5	-0.2234	-0.0465	-6.09%

**Painel B - Matriz de Transição das AD (Acumulações Discricionárias)
em termos de Quintil por ano t para ano t+1**

Ano t	Ano t+1				
	1	2	3	4	5
1	33.75%	21.25%	10.00%	13.75%	21.25%
2	23.91%	28.26%	25.00%	6.52%	16.30%
3	18.56%	23.71%	26.80%	20.62%	10.31%
4	8.24%	11.76%	17.65%	29.41%	32.94%
5	16.28%	10.47%	17.44%	24.42%	31.40%

Notas: Tabela 7

Painel A: O grupo de controle foi dividido em cinco partes (quintis) classificado de acordo com o valor do sucedâneo (*proxy*) de “Gerenciamento” de Resultados Contábeis (Acumulações Discricionárias). Para cada grupo foi computada a média aritmética dos valores de Lucro Líquido, Acumulações Totais e AD.

Painel B: A partir de cada empresa pertencente ao grupo controle, verificou-se a transição em termos de quintis das AD. Identificava-se o ponto em que a empresa estava em determinado ano, e registrava-se em que novo grupo a empresa se enquadrava no ano seguinte. Foi possível analisar as transições de 96-97, 97-98 e 98-99 e, a partir dessas observações, foi elaborada a Matriz de Transições.

L.Líquido/AT vs AD

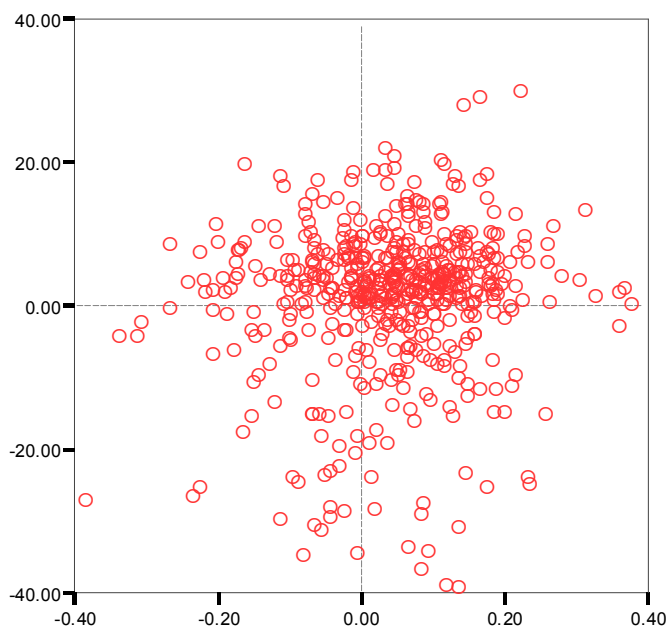


Figura 11 – Diagrama de Dispersão das AD (Acumulações Discricionárias) VS. os Lucros Líquidos escalados pelos Ativos Totais.
 No eixo horizontal encontram-se as AD oscilando entre -0.40 a 0.40. No eixo vertical identificam-se os valores do LL_t/A_t oscilando entre -40% a 40%. O dados se referem às Companhias Abertas brasileiras no período de 1996 a 1999, que foram controladas pela pesquisa.

7.3 Conseqüências do “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

7.3.1 Problematização e Hipótese de Pesquisa

De maneira geral, os acadêmicos em contabilidade no exterior têm focalizado preponderantemente análises de fatores que estariam motivando o “gerenciamento” de resultados, dedicando pouco tempo a efetivamente entender as conseqüências desses atos, bem como os mecanismos que poderiam ser utilizados para minimizar esse fenômeno. Talvez a explicação seja a hipótese assumida por vários acadêmicos, segundo a qual o mercado de capitais é eficiente, e: qualquer espécie “maquiagem” dos relatórios contábeis seria reconhecida.

Independentemente de explicação concreta, o fato é que se entende ser fundamental compreender as conseqüências diretas do “gerenciamento” de resultados contábeis. Com esse propósito, estudar-se-á a reação do mercado em relação às empresas que “gerenciam” os seus resultados contábeis. Será que, efetivamente, o mercado percebe o “gerenciamento”? Caso não perceba, quais são as conseqüências, a longo prazo, para essas empresas que implementaram o gerenciamento do resultado contábil?

A eficiência de mercado é conceito de ampla discussão e com pontos controversos. No Brasil, estudos empíricos realizados confirmaram que o mercado não é eficiente.⁵⁵

Diante desse aspecto, entende-se que a empresa que “gerencie” os resultados contábeis poderá enganar o mercado no curto prazo, entretanto, dada a natureza dos ajustamentos contábeis, caso a situação não se reverta radicalmente, é de se esperar que no futuro o mercado perceberá o “gerenciamento” dos resultados, penalizando a empresa que o promoveu.

Dentro dessa linha de raciocínio, pode-se formular a seguinte hipótese de pesquisa:

H6: As Cias Brasileiras que “gerenciam” os seus resultados contábeis, no curto prazo conseguirão “iludir” o mercado, porém, no longo prazo terão seu desempenho penalizado.

⁵⁵ Exemplos de produção acadêmica brasileira que atestam a ineficiência do mercado brasileiro:

THORSTENSEN, Vera H. A Teoria da Eficiência no Mercado de Capitais. EAESP – Fundação Getúlio Vargas, 1976. (Dissertação – Mestrado).

BRITO, Ney Roberto Ottoni de. Mercado Futuro de Ações e Eficiência: A Evidência Empírica Recente. Relatório Técnico COPPEAD, 1985.

LEITE, Jaci Corrêa. Splits: Racionalidade e Eficiência no Mercado de Ações. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1990.

7.3.2 Implementando o Estudo e Análise dos Resultados

Para investigar a hipótese de desempenho no mercado, analisar-se-á o desempenho da empresa no período subsequente ao final do exercício contábil em que ocorreu o “gerenciamento” dos resultados contábeis. O desempenho das ações das empresas é estudado nas seguintes janelas: a) seis meses; b) 1 ano e c) 2 anos.

Para se estimar os retornos anormais, vários modelos complexos existem, entretanto, entende-se que maior sofisticação traria poucos benefícios. A realidade é que, para janelas de análise grandes, como as que foram aplicadas, os modelos mais simples são eficazes.⁵⁶

Diante desse fato, optou-se por calcular o retorno anormal utilizando-se o modelo CAPM para cômputo da taxa requerida de retorno. Com a utilização do modelo CAPM engloba-se o tratamento de risco, necessário à identificação de retorno anormal.

Os valores calculados dos retornos anormais encontram-se nas **Tabela 8**, merecendo serem lidas as notas para compreensão de como foram computados esses valores. Para melhor compreensão do fenômeno, optou-se por se apresentar os valores médios dos retornos anormais para 6 meses, 1 ano e 2 anos calculados por dois critérios: a) média aritmética (**Painel A**) e b) média geométrica (**Painel B**). Inegavelmente, para cálculo de médias com porcentagens (positivas e negativas), o mais correto é a média geométrica, que permite calcular os valores médios em termos acumulados.

Na análise dos resultados, cabe focar, primeiramente, o **Painel A**, que computa a média aritmética. Nessa tabela verifica-se que o quintil 2 foi o que registrou o melhor resultado para o período de 6 meses. Deve-se lembrar que, seis meses após o exercício contábil, os investidores já tiveram acesso aos resultados da empresa

⁵⁶ Caso se almeje realizar estudo de eventos para identificar a reação dos retornos das ações a determinadas informações ou circunstâncias, em período de 1 a 7 dias, recomendar-se-ia metodologia mais criteriosa para análise dos retornos anormais. Entretanto, ao se tratar com janelas de seis meses até 2 anos, não há necessidade de rigor científico maior.

do exercício e do primeiro trimestre do ano seguinte. Quando se focaliza o longo prazo, percebe-se que os melhores resultados se deslocam justamente para o quintil 4, que é o que possui em termos absolutos, as menores acumulações discricionárias, as empresa que em média “gerenciaram” menos os seus resultados.

Na análise do **Painel B**, verifica-se uma série de números negativos. É importante lembrar que o mercado acionário brasileiro, nesses quatro anos, teve desempenho deplorável, tendo ocorrido, em dois anos alternados, queda generalizada dos valores das ações. Daí se justifica o desempenho muito ruim na perspectiva do investidor optante pelo investimento sem risco.

A despeito desse fato, quando se trabalha com médias geométricas, continua-se a não se rejeitar as hipóteses de pesquisa. Verifica-se que, no curto prazo os quintis que tiveram retornos anormais positivos, são os das empresas que manipularam para cima seus resultados e as empresas que implementaram a prática do “*take a bath*” (provavelmente no primeiro trimestre do ano seguinte tiveram bons resultados) [Quintil 5].

No longo prazo, as empresas que “gerenciaram” tiveram resultados negativos muito fortes; as que gerenciaram menos tiveram resultados médios negativos, porém em patamares inferiores aos dos outros grupos.

Em síntese, quem “gerencia”, seja aumentando ou diminuindo seus resultados, poderá ter resultado satisfatório no curto-médio prazo (6 meses), entretanto, no longo prazo, as empresas que “gerenciaram” intensivamente seus resultados terão desempenho muito pior que o de outros grupos.

Como complementação da análise, é evidenciado na **Fig 12** o diagrama de dispersão dos retornos anormais de 6 meses e de 12 meses, a partir do qual é possível verificar como o perfil de retorno anormal para empresas vai se alterando à medida que o mercado começa a ter melhor percepção do desempenho da empresa.

A título de complementação dos estudos empíricos desenvolvidos, implementaram-se diversos modelos para estimar o coeficiente de resposta de retornos no mercado de capitais aos lucros líquidos divulgados (**Apêndice B**). Pelo que se poderá verificar, os retornos no mercado de capitais são significativamente sensíveis ao montante e variação dos lucros líquidos. Isso significa que no mercado acionário brasileiro o lucro líquido reportado tem impacto sobre o retorno das ações.

Tabela 8 – Desempenho das Ações no Mercado de Capitais VS. Acumulações Discricionárias – Cias. Abertas Brasileiras (1996-1999)

Painel A - Retorno Abnormal após 6, 12 e 24 meses, calculado pela Média Aritmética em cada quintil das AD (Acumulações Discricionárias)

Quartil		AD/A_t	Ret.Abn. 6 meses	Ret.Abn. 12 meses	Ret.Abn 24 meses
Aumentando Lucro	1	0.2115	13.80%	8.58%	0.45%
	2	0.0973	33.65%	24.47%	0.66%
	3	0.0411	12.92%	7.93%	19.69%
	4	-0.0198	6.00%	11.86%	42.31%
Diminuindo Lucro	5	-0.2234	12.51%	12.99%	12.01%

Painel B - Retorno Abnormal após 6, 12 e 24 meses, calculado pela Média Geométrica em cada quintil das AD (Acumulações Discricionárias)

Quartil		AD/A_t	Ret.Abn. 6 meses	Ret.Abn. 12 meses	Ret.Abn. 24 meses
Aumentando Lucro	1	0.2115	-3.27%	-11.55%	-32.20%
	2	0.0973	1.11%	-16.39%	-29.46%
	3	0.0411	1.70%	-15.50%	-23.85%
	4	-0.0198	-4.74%	-12.67%	-17.73%
Diminuindo Lucro	5	-0.2234	1.15%	-14.91%	-28.49%

Notas: Tabela 8

“Abnormal Return” – Retorno anormal ou extraordinário

De modo a mensurar os retornos anormais, foi utilizado o modelo CAPM. A taxa requerida de retorno foi calculada com base na seguinte equação: $R_r = R_f + \beta (R_M - R_f)$, onde o beta (β) foi estimado para horizonte de 18 meses. Como taxa livre de risco (R_f) foi usado o rendimento da poupança. Como retorno do mercado (R_M) foi computada a variação do IBOVESPA. No caso do retorno do mercado (R_M) ser inferior ao taxa livre de risco (R_f), está última foi tida como a taxa de retorno requerida.

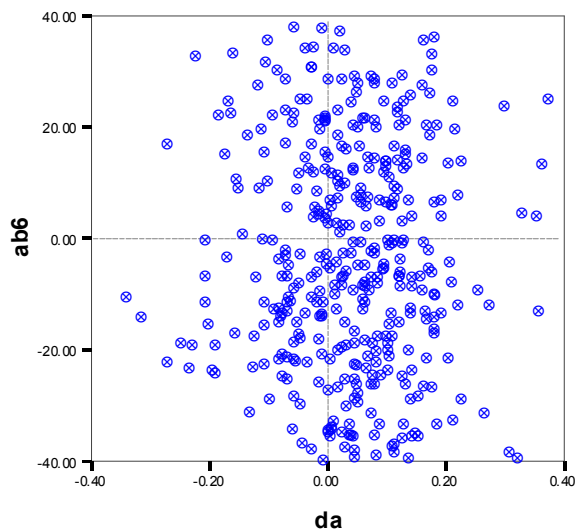
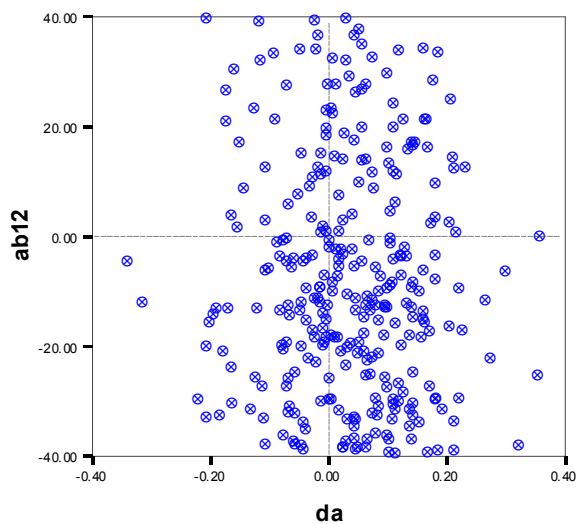
A. Retornos Anormais (após 6 meses) vs DA**B. Retornos Anormais (após 12 meses) vs DA**

Figura 12 – Diagramas de Dispersão entre as AD (Acumulações discricionárias) {-0.40 a 0.40} vs os Retornos Anormais das ações da empresa no mercado de capitais {-40%,40%}.

[A] Retorno acumulado dos 6 meses posteriores ao fim do exercício contábil,
[B] Retornos acumulados dos 12 meses posteriores ao fim do exercício contábil. Os retornos anormais foram calculados na perspectiva do investidor. Entende-se por retorno anormal a diferença entre a Retorno Requerido (calculado com base no CAPM) e o Retorno acumulado nominal da ação no período.

8 Conclusões e Implicações

8.1 Avaliação Geral dos Resultados

Ao longo deste trabalho procurou-se apresentar diversas evidências do “gerenciamento” dos resultados contábeis no Brasil por empresas de capital aberto. Os resultados atestaram que, efetivamente, a operação em mercado de capitais cria uma série de motivações para as empresas “gerenciarem” os seus resultados.

Ainda que se reconheça que existe sempre a possibilidade de erros estatísticos ao se lidar com estudos empíricos, a evidência é que as diversas metodologias utilizadas separadamente se complementam.

Entre os estudos realizados não se pode deixar de reconhecer a vulnerabilidade do modelo utilizado para estimar as acumulações discricionárias. Embora a literatura tenha reconhecido, tecnicamente, o modelo KS como sendo robusto para os seus propósitos, quando se lida com universo de empresas variadas, para estimar o comportamento “discricionário” da gestão apenas a partir das contas contábeis, parece ser tarefa muito complexa.

Em suma, acredita-se que os resultados do modelo aqui implementado sejam informativos, entretanto não podem ser interpretados como verdade absoluta. A apreciação de caso a caso torna-se necessária para se chegar a conclusões definitivas e afirmar se determinada empresa “gerenciou” seu resultado contábil.

No **Quadro 10** são apresentados sinteticamente os principais resultados das pesquisas realizadas:

Quadro 10 – Sinopse dos Principais Resultados das pesquisas

Focos de Pesquisa	Resultados/(Evidências)
<p>HIPÓTESE 1 “Gerenciamento” de Resultados para Evitar Perdas</p>	<p>a) Evita-se reportar perdas anuais e trimestrais; b) Evita-se reportar resultados negativos de EBTDA (mas não no EBITDA); c) Evita-se reportar resultados negativos no lucro operacional e LAIR; d) Empresas endividadadas têm maior propensão a “gerenciar” seus resultados para evitar perdas.</p>
<p>HIPÓTESE 2 “Gerenciamento” de Resultados para Sustentar o Desempenho Recente</p>	<p>a) Fraca evidência de “gerenciamento” para assegurar a continuidade dos resultados anuais e trimestrais; b) Empresas com alto valor de mercado (<i>MV/BV ratio</i>) têm maior propensão ao “gerenciamento” de Resultados; c) Algumas empresas podem estar praticando “gerenciamento” para manter o LPA recente; d) Empresas com sequência de resultados positivos e crescentes acima do que seria probabilisticamente esperado.</p>
<p>HIPÓTESE 3: “Gerenciamento” de Resultados para para Reduzir a Variabilidade dos Resultados</p>	<p>a) Contas de Depreciação, Despesas com Prov. Dev. Duvidosos e Receita não Operacional ajudam na redução da variabilidade dos resultados; b) Variações do ativo diferido, amortização de ágio/deságio de investimentos, provisão para perdas em investimentos podem estar sendo utilizadas para reduzir variabilidade.</p>
<p>HIPÓTESE 4: “Gerenciamento” para manter Credibilidade perante Credores</p>	<p>a) Contas de Depreciação e Receita não Operacional ajudam a minimizar resultados negativos; b) Evidência da Fig.4.</p>
<p>HIPÓTESE 5: “Gerenciamento” para piorar resultados correntes em prol de resultados futuros</p>	<p>As empresas que, em média, possuíam a maior quantidade de <u>Acumulações discricionárias</u> (<i>discretionary accruals</i>) negativas, foram as empresas que possuíam, em termos médios, os maiores prejuízos.</p>
<p>HIPÓTESE 6 Com o “Gerenciamento” de Resultados no curto prazo o mercado é ludibriado, porem no longo prazo o mercado identifica o procedimento</p>	<p>As empresas com os valores das acumulações discricionárias (<i>discretionary accrual</i>) mais altas (positivas), bem como mais baixas (negativas), tiveram desempenho, em termos de retornos anormais médios, pior do que as outras empresas no longo prazo.</p>
<p>OUTROS RESULTADOS Testando a Validade do Modelo KS</p>	<p>a) Empresas que lançam ADR’S promovem o “gerenciamento” para aumentar lucros um ano antes da emissão; b) Entre 1996-1999, o ano de 1999 foi quando ocorreu a maior prática do “gerenciamento”; c) Em todos os setores ocorre certo “gerenciamento” dos resultados contábeis, com destaque para Transportes Aéreos, Construtoras e Cimento.</p>

8.2 Implicações

A pesquisa que aqui foi realizada tem importantes implicações para diversos agentes econômicos envolvidos direta ou indiretamente com o mercado de capitais. Os resultados aqui documentados são relevantes para: (a) investidores; (b)

autoridades reguladoras, (c) gestores e executivos e (d) empresas de auditoria e (e) Escritório de advocacia.

(A) Investidores

A prática do “gerenciamento” de resultados contábeis pelas empresas constitui inegável risco para os investidores. Estes deverão estar atentos a eventuais riscos de estar comprando ou mantendo papéis de empresas que podem estar “gerenciando” os seus resultados. Em termos médios, no longo prazo, investimento em empresas que gerenciam os seus resultados não é bom negócio. No curto prazo, o investimento em empresas que gerenciam os seus resultados pode ser rentável.

(B) Autoridades Reguladoras

Seja para a CVM, ou qualquer órgão voltado ao acompanhamento profissional da contabilidade, é crucial monitorar as práticas contábeis de empresas que se enquadrem em circunstâncias que motivam o “gerenciamento” dos resultados contábeis. O “gerenciamento” dos resultados contábeis no longo prazo poderá depreciar a importância da contabilidade, tornando os relatórios contábeis peças “artificiais” e sem relevância para o tomador de decisões.

(C) Gestores e Executivos

Para este grupo cabe a recomendação do máximo cuidado com o “gerenciamento” dos resultados contábeis pois, como se verificou a longo prazo, o mercado penaliza as empresas que implementam esse procedimento. Entretanto, implicação importante se constata: o gestor que implemente o “gerenciamento” dos resultados contábeis no Brasil pode proteger o acionista atual quanto à desvalorização da ação no curto prazo.

(D) Empresas de Auditoria

Para aqueles que resguardam a qualidade das demonstrações contábeis, a atenção aos fatores motivacionais para o “gerenciamento” dos resultados contábeis é crucial para definir os procedimentos de auditoria. Compreensão extracontábil de fatores que motivam a empresa a manejar seus resultados poderá reduzir expressivamente os riscos de auditoria (aprovar balanço, que não poderia ter sido aprovado).

(E) Escritórios de Advocacia

O “gerenciamento” dos resultados contábeis acaba, na maioria das vezes, prejudicando os acionistas minoritários das empresas. Privados de informações, os minoritários tomam decisões de compra e de manter os papéis com base nos relatórios contábeis. Considerando que os relatórios sejam “artificiais”, estariam assim existindo vícios formais nesses atos. Surge, portanto, espaço para que firmas de advocacia (ou advogados) auxiliem seus clientes na abertura de processos contra as empresas (e/ou gestores) pela prática do “gerenciamento” dos resultados contábeis.

8.3 Oportunidades de Pesquisas Futuras

A área de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*) no Brasil, dado a inexistência de pesquisas anteriores e a relevância do tema, constitui campo muito fértil para futuros estudos contábeis.

Apenas citando algumas idéias de pesquisa, veja a relação a seguir:

- Estudar se o *disclosure* (evidenciação/desvendamento) das informações contábeis no Brasil está de algum modo correlacionado à prática de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*). Tentar verificar como se explica as empresas estarem voluntariamente apresentando informações que não são obrigadas.
- Investigar se empresas que estão lançando títulos no mercado, seja IPO, emissão de novas ações ou debêntures, estariam gerenciando seus resultados contábeis.
- Constatar se as empresas brasileiras que emitem ADR na bolsa americana estariam praticando o “gerenciamento” dos seus resultados contábeis nas demonstrações apresentadas no exterior.
- Analisar a prática do “gerenciamento” de resultados para empresas de capital fechado. Identificar motivações que levariam essas empresas a estar promovendo o “gerenciamento”.

- Implementar metodologias para verificar “gerenciamento” de resultados contábeis para setores específicos, ou em contas particulares em determinadas indústrias.
- Verificar se as empresas brasileiras estariam gerenciando os seus resultados a fim de atingir as expectativas de desempenho dos analistas.
- Buscar desenvolver modelo econométrico mais robusto para a estimativa das acumulações discricionárias.

Bibliografia

ABDEL, Kalik R & AJINKYA B. **Empirical Research in Accounting, A Methodological View Point**. Chicago: American Accounting Association, 1979.

AHARONY, Joseph, LIM, Chan-Jane, LOEB, Martin P. Initial public offerings, accounting choices, and earnings management. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, 10, p. 61-81, Autumn 1993.

ALBRECHT, David W. / RICHARDSON, Frederick M. Income smoothing by economy sector. **Journal of Business Finance & Accounting**. London, 17, p.713-730, Winter 1990.

ALI, Ashiq & KUMAR, Krishna R. Earnings Management under pension accounting standards: SFAS 87 Versus APB 8. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**. New York, 8, p. 427-446, Autumn 1993.

BARTH, M.E., ELLIOT, J.A. FINN, M.W. Market rewards associated with patterns of increasing returns. **Journal of Accounting Research**. Chicago, 37, p. 387-413, Autumn 1999.

BARTOV, Eli. The timing of asset sales and earnings manipulation. **The Accounting Review**. Sarasota, 68, p. 840-855, October 1993.

BEASLEY, M.S. An Empirical analysis of the relation between the board of directors composition and financial statement accounting fraud. **The Accounting Review**. Sarasota, 71, 4 p. 443-465, 1996.

BEAVER, W. H., ENGEL E. E., Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 22 (1-3), p.177-206, 1996.

BEAVER. W.H., MCNICHOLS, M.F., NELSON K. **Do firms issuing equity manage their earnings? Evidence from property-casualty insurance industry**. Stanford University, 1999. Unpublished working paper.

BEAVER. W.H., McNichols, M.F., Nelson K. **Management of the loss reserves accrual and the distribution of earnings in the property-casualty insurance Industry**. Stanford University, 2000. Working Paper.

BEAVER. W.H., **Financial Reporting: An Accounting Revolution**. Prentice Hall, 1981.

BEAVER. W.H., MCNICHOLS. M.F. The characteristic and valuation of loss reserves of property casually insures. **Review of Accounting Studies**. Stanford, 2 (1-2), p. 73-95, 1998.

BENEISH, M.D. Detecting GAAP violation: Implication for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York, 16 (3) p. 271-309, 1997.

BENEISH. M.D. D, Are accruals during initial public offering opportunistic? **Review of Accounting Studies**. Stanford, 3 (1/2) p. 209-221, 1998.

BERNARD, V.L, SKINNER D.J. What motivate manager's choice of discretionary accrual? **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 22 (1/3), p. 312-325, 1996.

BRADSHAW. M.T. RICHARDSON. S. A., Sloan R. G. **Earnings Quality and Financial Reporting Credibility: and empirical investigation**. University of Michigan, 1999. Working Paper.

BRAELEY, RICHARD A. / MYERS, STEWART C. **Principles of Corporate Finance**. New York: International Edition McGraw Hill, 2000.

BRITO, Ney Roberto Ottoni de. **Mercado Futuro de Ações e Eficiência: A Evidência Empírica Recente**. Relatório Técnico COPPEAD. Rio de Janeiro, 1985.

BROWEN, R., DU CHARME, L., SHORES D. Stakeholders' implicit claims and accounting methods choice. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 20 (3) p. 255-295, 1995.

BURGSTALER, D., DICHEV I. Earnings management to avoid earnings decrease and losses. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 24 (1), p. 99-126, 1997.

DHALIWAL, D. S., The Effects of the Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods. **The Accounting Review**. (January 1980), 78-84.

DEANGELO, Linda E. Accounting numbers ace market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**. Sarasota, 61, p. 400-420, 1996.

DEANGELO, LINDA E. Evidence of earnings management from the commission of bad debts. **Journal of Accounting Research**. Chicago, 26, p. 32-40, supplement, 1988b.

DEANGELO, Linda E. managerial competition, piece of information costs, and corporate governance – the use of accounting performance measures in proxy contests. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 10, p. 3-36, April 1988a.

DECHOW, P.M., SLOAN, R.G, SWEENEY, A.P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. Sarasota, 70 (2), p. 193-225, 1995.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G. and SWEENEY, Amy P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, Vol. 13, No. 1, p. 1-36, Spring 1996.

DECHOW. P.M., KOTHARI. S.P., Watts, R.L., The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 25 (2) p. 133-168. 1998.

DECHOW. P.M., SKINNER. D. Earnings Management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons** Sarasota, 14 (2), p. 235-250, 2000.

DEFOND, Mark L. & JIAMBALVO, James. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 1994, 17, p. 145-176, 1994.

DEGEROGE F. PATEL J. ZECKHAISER, R. Earnings management to exceed thresholds. **Journal of Business**. Chicago, 772 (1) p. 1-33, 1999.

DUKE, J.C. & HUNT, H.G. An empirical examination of debt covenant restrictions of and accounting-related debt proxies. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 12, p. 45-63, 1990.

FABRETTI, Laudio Camargo, **Contabilidade Tributária**, São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

FAMA, E. F. & JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. Chicago, p. 301-325, June 1983.

FIPECAFI e ARTHUR ANDERSEN. **Normas e Práticas Contábeis no Brasil**. São Paulo: Ed. Atlas, 1994.

GUAJARATI, Damodar, **Basic Econometrics**. New York: McGrawHill, 1995.

HAYN, C. The information content of losses. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, (20): p. 125-153, 1995.

HEALY P.M. WHAHLEN, J.M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Sarasota, 13 p. 365-383, 1999.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes of accounting decisions (Symposium on Management Compensation and the Managerial laboratory Market). **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 7, p. 85-107, April 1985.

HENDRIKSEN, Eldon & VAN BREDÁ, Michael. **Accounting Theory**. Chicago: Irwin, 1992.

HOLTHAUSEN , Robert & LEFTWICH, Richard, The economic consequences of accounting choices. **Journal of Accounting and Economics**, Rochester, 5, p. 77-117. 1983.

HOLTHAUSEN, Robert W. / LARCKER, David F. / SLOAN, Richard G. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester. 19, p. 29-74, February 1995.

IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS E., GELBCKE, Ernesto R. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. São Paulo: Ed. Atlas, 1995.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Contribuição à Teoria dos Ajustamentos Contábeis**. – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: USP, 1966 (Tese – Doutorado em Contabilidade).

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1997.

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs of and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. Rochester, 3, p. 305-360, December 1976

JIAMBALVO, James. Causes and consequences of earnings manipulations: an analysis of firms subject to enforcement actions of by the SEC. **Contemporary Accounting Research**. Toronto, 13, p. 37-47, Spring 1996.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations, **Journal of Accounting Research**. Chicago, Vol. 29, No. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

KAHNEMAN, D. Tversky. Prospect theory: an analysis of decision under Risk. **Econometrica**. Boston, 47 (2), p. 263-291, 1979.

KANG, S.H., SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Rochester, 33 (2) p. 353-367, 1995.

KASANEN, E. & KINNUANEN, J.: Dividend-Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. **Journal of Accounting and Economics**, VOL. 22(1-3), 1996

KASSAI, João Roberto; KASSAI, Silvia e SANTOS, Ariovaldo *et al.* **Retorno de Investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Ed. Atlas, 1999.

KASZNIK, R. On the Association between voluntary disclosure and earnings management. **Journal of Accounting Research**. Chicago, 37 (1), p. 57-81, 1999.

KENNEDY, Peter. **A guide to econometrics**. Cambridge: Mit Press, 1998.

LAKATOS, E. M. **Metodologia do Trabalho Científico**. São Paulo: Atlas, 1990.

LEITE, Jaci Corrêa. **Splits: Racionalidade e Eficiência no Mercado de Ações**.. São Paulo: Universidade de São Paulo (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade), 1990.

LIBERTY, S.E. and ZIMMERMAN J. L. Labor union contracts negotiations and accounting choices. **The Accounting Review**. Sarasota, p. 692-712, October 1986.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **A Indução e a Pesquisa Contábil**. *In*: ENANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **A Teoria do Agenciamento e a Pesquisa Contábil**. *In*: ENANPAD. Foz do Iguaçu, 1998.

MARTINS, Eliseu (org) *et al.* **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Ed. Atlas, 2001.

MAYDEN, Edward. Tax-induced earnings management by firms with net operation losses. **Journal of Accounting Research**. Chicago, vol.35. No. 01, p. 83-96, 1997.

MCNICHOLS, M, Research Design Issues in earnings management, **Journal of Accounting Studies**. New York, p. 313-345, 2000.

MCNICHOLS, M. WILSON, G.P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**. Chicago, 26 (Supplement), p. 1-31, 1988

MERRIL, Willian & FOX, Karl. **Estatística Econômica: uma Introdução**. São Paulo: Ed. Atlas, 1990.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Ed. Dialética, 1999.

MOYER & SHEVLIN, Income Smoothing and Incentives: Empirical Test. **The Accounting Review**. Sarasota, 62(2) p. 358-377, 1995.

MURPHY, Kevin J. & CARPENTER, Jerold L. Financial performance surrounding CEO turnover. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 16, p. 273-315, 1993.

MYERS, L.A., SKINNER, D.J. **Earnings Momentum and Earnings Management**. University of Michigan, 1999. Working Paper.

MYERS, L.A., SKINNER, D.J. **Earnings Momentum and Earnings Management**. University of Michigan, 1999. Working Papers.

PAPELU, Krishna G., BERNARD, Victor L., HEALY, Paul M. **Business Analysis & Valuation, Using Financial Statements**. Cincinnati: South-Western College Publishing, 1996.

PERRY, Susan & GRINAKER, Robert. Earnings expectations and discretionary research & development spending. **Accounting Horizons**. Sarasota, 8, Tack 4, S. 43-51, December 1994.

PERRY, Susan E. & WILLIAMS, Thomas H. Earnings management preceding management buyout offers. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 18, p.157-179, September 1994.

PETRONI K. Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, 15 (4), p. 485-508, 1992.

RIAHI, Belkaoui, **Earnings Management, Determination, Management and Usefulness: an Empirical Approach**. Chicago: Quorum Books, 1999.

RUIZ, João Álvaro. **Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1985.

SALOMON, D. V. **Como fazer uma monografia**. Belo Horizonte: Interlivros, 1971.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. Sarasota, Vol. 3, p. 91-102, December 1989.

SCOTT D. W. **Multivariate Density Estimation: Theory, Practice and Visualization**. New Work: Wiley, 1992.

SCOTT, WILLIAM R. **Financial Accounting Theory: Earnings Management**. Chicago: Prentice-Hall International, 1997. Chapter 11, p. 295-311.

SECURATO, José Roberto. **Decisões Financeiras em Condições de Risco**. São Paulo: Ed. Atlas, 1996.

SKINNER, D.J. and SLOAN, R.G. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns, or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. University of Michigan. 2000. Working Paper.

SLOAN, R, Do Stock prices fully reflect information in accrual and cash flows about future earnings?. **The Accounting Review**, 71, 289-315

SWEENEY, Amy P. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, Vol. 17, p. 281-308, 1994.

TEOH, Siew Hong, WONG, T.J., RAO, Gita R. **Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings**. The University of Michigan (Mitsui Life Financial Research Center), 1994. Working Paper No. 94-16.

TEOH, Siew Hong. WELCH, Ivo, WONG T. J. Earnings Management and the underperformance of seasoned equity offerings. **Journal of Financial Economics** Chicago, 50, p. 63-99, 1998.

TEOH, Siew Hong. WELCH, Ivo, WONG T. J. **Earnings Management and The Post-Issue Underperformance of Seasoned Equity Offerings**. The University of Michigan (Mitsui Life Financial Research Center), 1995, Working Paper No. 95-7.

THOMAS, J, ZHANG X.J. Identifying Unexpected Accruals: a comparison of current approaches. **Journal of Accounting and Public Policy**. New York, 19 (4/5), 1999.

THORSTEN, Vera H. **A Teoria da Eficiência no Mercado de Capitais**. EAESP – Fundação Getúlio Vargas, 1976. (Dissertação – Mestrado).

TRUEMAN, Brett, TITMAN, Sheridan. Explanation of accounting income smoothing. **Journal of Accounting Research**. Chicago, p. 127-139, supplement 1988.

WALLACE, Wanda, **Accounting Research Methods, Do the Facts Speak for Themselves**. New York: Irwin, 1991.

WATTS, Steed L. / ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Prentice-Hall of Englewood Cliff, 1986.

WATTS, Steed L. ZIMMERMAN, Jerold L. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. **The Accounting Review**, Sarasota, 65, p. 131-156, January 1990.

YERMACK, D Higher market valuation of companies with small board directors. **Journal of Financial Economics**. Chicago, 40, p. 185-211, 1996.

Glossário

Abnormal Returns: Retornos anormais, ou inesperados, seriam aqueles que são realizados em relação a média do mercado, ajustados pelo risco específico do ativo em que se está investindo.

Accruals: Acréscimos, Acumulações. Em termos contábeis, é a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa.

ADR: Recibos que oferecem ao seu portador o direito a uma ação, negociados nas bolsas americanas. Podem ser apresentados em três níveis, no nível 3, as empresas devem converter toda sua contabilidade aos padrões do GAAP americano.

Agency Theory: Teoria do agenciamento

Benchmarks: Pontos de referência, padrão a ser alcançado.

Big5: As cinco maiores firmas de auditoria no mundo – Arthur Andersen, KPMG, Price Waterhouse, Ernest Young e Deloitte Touche.

Big Bath Accounting: Contabilização conservadora de modo a reduzir os lucros correntes em prol de lucros futuros

Board of Directors: Conselho de Administração.

CAPM: Capital Asset Price Model – modelo usado para o processo de precificação de títulos, bem como para a definição de taxas requeridas de retorno, compatíveis com o risco (beta)

Corporate Governance: Governança corporativa, conjunto de práticas segundo a qual se transfere para conselheiros o poder e a responsabilidade de monitorar as atividades da empresa e de seus executivos, de modo a resguardar os interesses dos acionistas.

Cross-Sectional: Entrecruzada, análise de um grupo de agentes, ou elementos distintos na mesma unidade temporal para permitir uma inferência de comportamento geral.

Current Accruals: Acumulações vinculadas a contas do ativo circulante e do passivo circulante.

Custos de Agency: Os custos associados à contratação entre as partes, perante a teoria do agenciamento. Classificam-se os custos de *agency* em (1) Despesas de monitoramento do Principal; (2) Despesas com Cobertura de Seguros e (3) Perdas Residuais.

Debt: Exigibilidades

Disclosure: Evidenciação/Desvendamento

Acumulações Discricionárias (Discretionary Accruals): Acumulações que teriam sido lançados na contabilidade por julgamentos discricionários, vinculados a propósitos outros que a realidade latente do negócio.

Earnings per Share: Lucro por Ação

EBITDA: Lucro antes de juros, IR, depreciação e amortização.

Equity: Valor de Mercado do Patrimônio Líquido

Expenses: Despesas (inclusive Custo de Mercadorias Vendidas)

Glamour Stocks: Empresas que possuem um valor de mercado superior a valor contábil

Income Smoothing: Lucro estável com pequenas flutuações ao longo do tempo

IPO: Primeiro lançamento de uma ação no mercado aberto

Net Income: Lucro Líquido

Positive Accounting Theory: Teoria Positiva da Contabilidade, teoria que visualiza a contabilidade como instrumento para monitorar e controlar a atividade dos agentes econômicos. Origem na Escola de Rochester (WATTS & ZIMMERMAN)

SEC: Equivalente a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) no Brasil

Stakeholders: Grupos de interesse tais como acionistas, empregados, governo, fornecedores, clientes e comunidade em geral.

Take a Bath: Igual a Big Bath Accounting

Venture Capital: Capital de risco para financiar projetos de empresas emergentes. Usualmente, empregado em financiamentos de negócios ligados à alta tecnologia.

Apêndice A

A. Governança Corporativa, Auditoria Independente e o “Gerenciamento” de Resultados Contábeis

A.1 Proposta deste Apêndice

Após terem sido discutidas as motivações, os efeitos e as conseqüências do “gerenciamento” dos resultados contábeis, chega o momento de refletir sobre alternativas e meios que podem minimizar essa prática pelos “gestores”. Neste apêndice estará se discutindo sucintamente o papel da Governança Corporativa e da Auditoria Independente no processo de minimizar o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

A separação entre os gestores e os acionistas nas modernas organizações, cria o inevitável problema de agenciamento (*agency problem*). Refletindo sobre esse problema desenvolveu-se o que vem a ser conhecido na literatura com a teoria do agenciamento. Mas que é a Teoria do Agenciamento (*Agency Theory*)? Para a teoria do agenciamento, a firma é visualizada como grande feixe (teia) de contratos que se intercalam e cruzam em vários sentidos e entres diferentes partes da organização. Mediante esses contratos definem-se as relações entre partes dispares e independentes.

Como parte integrante dessa relação contratual, surge a figura do sujeito ativo, que a teoria consagra com o nome de Principal e como sujeito passivo, o Agente. Em termos simples, a relação do tipo Principal-Agente presume que o agente realizará algo pelo principal, recebendo como contraprestação uma compensação.

A literatura organizacional consagra como principal, o acionista ou o proprietário dos recursos econômicos, já no papel de agente encontra-se o gerente, que administra o negócio para os proprietários da empresa (principal). Entretanto, a relação principal-agente não se estabelece apenas entre acionistas e gestores. Será verificado, ao longo deste capítulo, por exemplo, que a relação entre os acionistas e os auditores externos, também pode assumir o caráter de relação do tipo principal-agente.

O problema central de análise na Teoria do Agenciamento (*agency problem*) é a possibilidade do Agente assumir comportamento oportunista no tocante as suas ações (ou omissões), visando aumentar sua satisfação pessoal, eventualmente, com sacrifício dos interesses do Principal. Entre as hipóteses implícitas na teoria, observa-se que o agente é racional, evita o risco e está primariamente orientado para seus próprios interesses. Em outras palavras, o agente está procurando maximizar o seu bem estar (utilidades pessoais).

A prática do “gerenciamento” de resultados contábeis é exemplo típico de ato em que a gerência da empresa realiza determinadas atitudes no seu interesse, podendo vir prejudicar indiretamente os acionistas. Na tentativa de evitar os problemas de *agency*, as organizações modernas são estruturadas de modo a prevenir esses eventuais conflitos.

Entre os diversos instrumentos existentes para controlar as atividades dos gestores, cabe destacar as auditorias independentes, que têm como propósito atestar a fidedignidade das demonstrações contábeis publicadas e o que denominaremos de Governança Corporativa. Acredita-se que a existência desses dois instrumentos se constitua em fatores que inibam o “gerenciamento” de resultados contábeis.

No contexto da Teoria do Agenciamento (*Agency Theory*), a contabilidade e a auditoria transformam-se em instrumentos de monitoramento, validando e preservando as relações contratuais. Os relatórios contábeis, bem como os pareceres de auditoria, são os meios pelos quais as partes contratantes mensuram, monitoram a execução dos objetivos contratuais.

A.2 Governança Corporativa

A Governança Corporativa (*Corporate Governance*) pode ser definida com o conjunto de processos através dos quais os investidores minimizam custos de agenciamento, por meio da nomeação de conselho de administração (*board of directors*) que, por força dos estatutos das companhias, são encarregados de monitorar os desempenho dos gestores. Nas modernas organizações, os acionistas delegam para os conselhos de administração, o direito de tomar as decisões relevantes da empresa, e este grupo, também por delegação, repassa aos gestores esse poder. Entretanto, em contrapartida, demanda-se a prestação de contas e

implementa-se o acompanhamento sistemático das principais decisões que estão sendo realizadas na empresa.

A.3 Auditoria Independente

Com o propósito de assessorar a governança corporativa, e por força da legislação pátria, as empresas abertas são obrigadas a ter suas demonstrações contábeis atestadas por empresas de auditoria reconhecidas junto a CVM. Mediante os procedimentos usuais de auditoria verifica-se a qualidade das demonstrações contábeis.

O serviço prestado pelas empresas de auditoria visa auxiliar o conselho de administração no acompanhamento das atividades da empresa, bem como informar potenciais investidores sobre o efetivo desempenho financeiro da empresa.

No resto deste tópico, estar-se-á discutindo a relação entre a governança corporativa, a auditoria independente e a prática de “gerenciamento” dos resultados contábeis (*earnings management*). Serão formuladas hipóteses de pesquisas, montados testes e analisados os resultados.

A.4 Hipóteses de Pesquisa

A.4.1 Hipótese Para Governança Corporativa

Em anos recentes, literatura acadêmica internacional em administração tem manifestado crescente atenção sobre o papel dos Conselhos de Administração (*Boards of Director*). Os trabalhos realizados nessa área procuram focalizar em três questões principais: (1) Como as características do Conselho de Administração, tais como tamanho e sua composição, influenciam o desempenho da firma? (2) As características do Conselho de Administração influenciam no preço das ações de uma empresa? (3) Que fatores afetam a montagem de um Conselho de Administração?

Os estudos realizados internacionalmente têm demonstrado que o tamanho do conselho de administração tem impacto negativo sobre a qualidade das demonstrações financeiras (BEASLEY, 1996). YEMARK (1996) concluiu que as companhias com conselhos de administração (*boards*) pequenos possuem valor de

mercado maior. Em termos práticos, sabe-se que quanto mais independente for o conselho de administração, mensurado em termos do número de membros externos a empresa, mais eficiente e relevante é o papel dos conselheiros no efetivo monitoramento dos executivos.

Em suma, a literatura conclui que o tamanho do conselho de administração tem impacto sobre a sua eficiência. Parece existir relação inversa entre os números de pessoas nos conselhos de administração e o grau de eficiência destes. Explicação possível para esse fato é que, em conselhos com muitos membros, o grau de comprometimento exigido fica reduzido, e abre-se espaço para posturas de indiferença e desinteresse.

Outra observação, usual dos especialistas em governança corporativa,⁵⁷ é que onde os conselheiros são os próprios gestores da empresa, o conselho não pode ser visto como imparcial e independente, comprometendo-se, assim, a possibilidade deste fiscalizar a gestão.

Com base nessas observações espera-se que com o conselho de administração eficiente seja mais improvável a prática do “gerenciamento” dos resultados contábeis. Caso os conselheiros sejam atuantes e independentes, eles serão fator de minimização do “gerenciamento” dos resultados contábeis.

Como base nessas considerações, pode-se formular a seguinte hipótese de pesquisa.

H7: Nas Cias. Abertas Brasileiras, quanto maior for a eficiência dos Conselhos de Administração, menor será a propensão para o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

Neste momento é crucial esclarecer o que se entende por eficiência de um conselho de administração. Para o conselho de administração ser eficiente é necessário que possua número reduzido de membros, que sejam independentes e dedicados ao propósito de monitorar as atividades dos gestores.

⁵⁷ Para conhecimento mais profundo das práticas recomendáveis para o Conselho de Administração, sugere-se visitar o site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (www.ibgc.org.br).

A.4.2 Hipótese para as Auditorias Independentes

As auditorias independentes são contratadas pelos Conselhos de Administração para monitorar as atividades da gestão, particularmente para atestar à fidedignidade das demonstrações contábeis. O serviço da auditoria é dirigido, em última instância, aos acionistas da empresa, que esperam com este trabalho especializado possuir instrumento de controle a mais para monitorar os gestores. As auditorias existem para evitar as fraudes contábeis, entretanto, também devem zelar para que as demonstrações representem a realidade da empresa, permitindo que se reduza a assimetria de informações entre os acionistas e os gestores.

Embora a auditoria seja de inegável relevância, deve-se reconhecer que, em determinadas situações as relações entre as firmas de auditoria e os acionistas, podem tornar-se também conflito de agenciamento (*agency*). As firmas de auditoria deveriam zelar pelos interesses dos acionistas, entretanto antes disso, elas estão preocupadas com a maximização de sua utilidade.

Nesse contexto, verifica-se que as empresas possuem grande preocupação em perder seus clientes e ter seu faturamento reduzido. Esse problema será tanto mais grave quanto menor for a dimensão relativa da firma de auditoria, e quanto maior for o peso daquele serviço no montante das receitas da firma. Na circunstância de eventuais problemas na contabilidade, é muito mais provável que a grande firma de auditoria tenha mais independência para questionar as demonstrações contábeis do que a pequena firma.

Outro ponto muito perigoso no relacionamento entre as firmas de auditoria e seus clientes, é o fato de que, na maioria das vezes, associado ao serviço de auditoria, oferece-se para aos clientes uma série de outros serviços de consultoria, que representam em termos de faturamento magnitude muito maior que o próprio serviço de auditoria. Em situações como essas, as firmas de auditoria estariam menos propensas a questionar as demonstrações contábeis produzidas pela gestão, pois se temeria comprometer todo o faturamento de serviços adicionais.

A CVM no Brasil passou recentemente a exigir que as empresas brasileiras abertas promovessem obrigatoriamente rotatividade nas firmas que analisam as suas demonstrações contábeis, com o propósito de assegurar sempre a independência das

firmas de auditoria. Segundo essa linha de raciocínio, a rotatividade de empresas de auditoria, asseguraria maior independência.

Tendo em vista essas considerações, é possível formular-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H8: Quanto mais independente for a firma de auditoria da gestão, menor será a propensão para que esta tolere o “gerenciamento” dos resultados contábeis.

A independência da firma poderia assim ser mensurada pela relevância do serviço de auditoria no faturamento da firma de auditoria, pela existência de outros serviços sendo oferecidos à empresa e, finalmente, pela extensão da relação existente entre a firma de auditoria e a empresa que contratou o serviço.⁵⁸

Importante que se observe que, no tocante ao último ponto, parece bastante questionável essa conclusão, tendo em vista que não existe nenhuma explicação teórica que justifique que, na relação estritamente profissional, entre a firma de auditoria e seu cliente, esta se torne mais vulnerável unicamente pelo passar do tempo.

⁵⁸ Os que **defendem** a necessidade de rotatividade obrigatória das firmas de auditoria argumentam que esta proporcionaria a possibilidade de “visão nova” aos relatórios contábeis. Argumenta-se que quanto mais tempo a mesma firma de auditoria permaneça com o cliente, menos esta será capaz de manter a objetividade quando examinando as afirmações do cliente e mais provável que ocorram erros nos relatórios contábeis sem ser detectados. Por sua vez, os oponentes argumentam que o procedimento de mudança de firmas de auditoria é oneroso para empresa, e sem os benefícios comprovados (relação custo-benefício). Com a freqüente mudança de auditores, necessariamente aumentariam os custos de *start up* associados ao primeiro ano, bem como se perderia o conhecimento prévio da realidade do negócio que seria crítico para se identificar os riscos de auditoria e se desenvolver os procedimentos efetivos para detectar eventuais inconformidades.

A.5 Testando a Hipótese da Eficiência da Governança Corporativa

A.5.1 Modelo e Variáveis

Para testar a hipótese de pesquisa, foi aplicado o modelo econométrico, que relaciona as variáveis de eficiência do conselho de administração com o montante das acumulações discricionárias (*proxy* de “gerenciamento” dos resultados contábeis). O Modelo, na sua versão mais completa, apresenta o seguinte formato:

$$AD_t = \varphi_0 + \varphi_1 LTC_t + \varphi_2 Indep_t + \varphi_3 Dedic_t + \varphi_4 Part.Res_t + \varphi_5 Presid_t + \varepsilon_1$$

Onde:

AD: Acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) (*proxy* de “Gerenciamento” de resultados) estimado no modelo 2.4.;

LTC: Logaritmo do tamanho do conselho de administração;

Indep: Número de membros do conselho de administração que são independentes (externos a empresa);

Dedic: Número de reuniões por ano;

Part.Res: Variável binária (*dummy*), se os membros do conselho possuem participação nos lucros, 1, senão 0;

Presid: Variável binária (*dummy*), se o presidente do conselho é o Presidente da Empresa, 1, senão 0.

As **AD** são aquelas estimadas no **Modelo 2.4**, no **Capítulo 6**. Cabe recordar que esses valores representam a variável utilizada para estimar a existência de “gerenciamento” de resultados.

Como variável explicativa (independente) é utilizado o logaritmo do tamanho do Conselho de Administração (**LTC**), o número de membros do conselho de administração. Para o coeficiente que precede esta variável espera-se encontrar valor positivo, indicando que, quanto maior for o número de membros no conselho de administração, maior será a propensão a “gerenciar” os resultados contábeis, o inverso também se aplica.

Para mensurar o efeito da independência (**Indep**), verifica-se a quantidade de membros que são independentes, aqueles que não fazem parte da administração. A

literatura internacional considera a existência de *Gray members*, que seriam aqueles que são independentes da firma, mas mantém com está relações próximas, por exemplo, um advogado para a companhia. Todavia, devido à não-disponibilidade de informações específicas, esse tratamento não foi realizado. Espera-se sinal negativo para o coeficiente que precede a variável relativa à Independência, quanto maior for a independência, menor será a propensão a “gerenciar” os resultados contábeis, o inverso também se aplica.

Como sucedâneo (*proxy*) da dedicação dos conselhos utilizou-se o número de reuniões por anos (**Dedic**). Como premissa, considera-se que quanto maior o número de reuniões, mais dedicado será o conselheiro às suas atividades. Reconhece-se que essa variável é questionável. Nada garante que o número de reuniões seja um bom substituto (*proxy*) do grau de interesse dos conselheiros.

Para a variável **Dedic**, espera-se que o coeficiente que a preceda tenha valor negativo, quanto maior for a dedicação, menor será a propensão ao “gerenciamento” dos resultados contábeis.

Adicionalmente, duas outras variáveis explicativas foram incluídas, com o propósito de avaliar o impacto de determinados aspectos qualitativos que se julgam importantes na definição da propensão a “manejar” os resultados contábeis. Essas variáveis são binárias (*dummy*) podendo assumir o valor de 1 ou 0, dependendo se as circunstâncias se verificarem na prática.

A primeira variável binária refere-se à natureza na participação nos resultados dos membros do conselho de administração (**Part.Res**). Verificou-se que algumas empresas oferecem aos seus gestores participação nos lucros da empresa. Diante disso, se prevê que nas empresas em que ocorram essas circunstâncias, os membros do conselho poderão estar propensos a aceitar o “gerenciamento” dos resultados. Espera-se coeficiente com o valor positivo para esta variável.

Como segunda variável binária (*dummy*), foi definido que, quando o presidente do conselho de administração for o mesmo presidente executivo da empresa, está variável assumiria o valor de 1, senão seria, 0. Para esta variável (**Presid**), imagina-se que quando o presidente do conselho de administração é o próprio presidente da empresa, de certo modo a independência do conselho fica mais comprometida, assim como sua autonomia. Assim previa-se para essa variável valor positivo, com o

presidente sendo o mesmo da empresa, o conselho de administração haveria propensão maior à prática do gerenciamento dos resultados contábeis.

A.5.2 Fonte de Dados

Para a aplicação do modelo proposto foram utilizados os dados coletados junto a SPENCER STUART, no seu relatório “Brasil 1999: Index Spencer Stuart of Boards”. Lamentavelmente, só foi possível coletar informações referentes a 1998 e 1999. Para a execução da regressão utilizaram-se as empresas para as quais já se tinham estimado as Acumulações Discricionárias (Discretionary Accrual). Assim somente empresas dentro do grupo de controle e para as quais estavam disponíveis informações completas sobre a estrutura de governança corporativa puderam ser utilizadas.

Apenas para 22 empresas foi possível encontrar os dados requeridos. Desse modo realizou-se a análise com amostra de apenas 44 observações (empresas/anos). Reconhece-se que, inegavelmente, a amostra ficou muito reduzida, e as conclusões formuladas ficam, portanto, limitadas.

A.5.3 Analisando os Resultados

Os resultados da regressão dos modelos foram reportados na **Tabela 9**. Em linha geral a hipótese não foi rejeitada, indicando que o grau de eficiência do conselho de administração é variável importante para definir o grau de propensão a “gerenciar” os resultados contábeis.

O coeficiente da variável **LTB**, que mensura o tamanho de conselho de administração assumiu os valores esperados, indicando que, também no contexto do Brasil, o tamanho exagerado do conselho de administração parece representar problema. Essa variável registrou valor positivo e estatisticamente significativo de 1%.

O coeficiente da variável **indep** que mensura o grau de independência do conselho assumiu valor negativo, assim como previsto, porém não significativamente diferente de zero (estatística $t = 0.49$). A coeficiente da variável **dedic.** foi negativo como previsto e estatisticamente significativo.

No tocante às variáveis binárias, os resultados revelaram-se não ser estatisticamente significativos, o que, sem dúvida, compromete sua interpretação. Entretanto é interessante verificar que, para o caso da participação de resultado, o valor estimado foi positivo, o que está de acordo com o previsto. A surpresa surge com a variável **presid** onde se esperava coeficiente positivo e o resultado foi negativo.

Tabela 9 – Governança Corporativa VS “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis

Variáveis	Mod.(Completo)				Mod.(Simples)			
	A.D.	S.P.	A.D.	S.P.	A.D.	S.P.	A.D.	S.P.
LTC	0.152 (2.79)***	+	0.151 (2.81)***	+	0.138 (2.62)**	+	0.164 (3.35)***	+
Indep.	-0.004 -0.49	-						
Dedic.	-0.008 (2.03)**	-	-0.008 (2.19)**	-	-0.009 (2.32)**	-	-0.008 (2.24)**	-
Part.Res	0.06 (1.15)	+	0.057 (1.11)	+				
Presid.	-0.055 (1.17)	-	-0.056 (1.2)	-	-0.063 (1.34)	-		
Constante	-0.145 (1.27)	?	-0.152 (1.36)	?	-0.111 (1.05)	?	-0.181 (1.92)	?
Observ.	44		44		44		44	
R ²	0.31		0.31		0.29		0.25	
F test	3.45**		4.34***		5.34***		6.97***	

Valor absoluto da t-estatística entre parênteses

* significativa ao nível de 10%; ** significativa ao nível de 5%;

*** significativa ao nível de 1%

Notas: Tabela 9

$$DA_t = \varphi_0 + \varphi_1 LTC_t + \varphi_2 Indep_t + \varphi_3 Dedic_t + \varphi_4 Part.Res_t + \varphi_5 Presid_t + \varepsilon_1$$

DA: Acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) (*proxy* de “Gerenciamento” de resultados) estimado no **Modelo 2.4**;

LTC: Logaritmo do tamanho do *board* (conselho de administração);

Indep: Número de membros do conselho de administração que são independentes;

Dedic: Número de reuniões por ano;

Part.Res: Variável binária, se os membros do conselho possuem participação nos lucros, 1, senão 0;

Presid: Variável binária, se o presidente do conselho é o Presidente da Empresa, 1, senão 0.

2. Todos os dados referentes aos Conselhos de Administração foram extraídos de “Brazil 1999: Index Spencer Stuart of Boards”. Uma vez que só foi possível acessar as informações de 1998 e 1999, e tendo em vista a restrição do grupo de controle (**Modelo 2.4**), a amostra ficou limitada a 44 empresa-ano observações.

A.6 Testando a Hipótese da Auditoria Independente

Para testar a hipótese de que auditoria independente reduz a propensão a “gerenciar” o resultado contábil. Decidiu-se realizar dois testes de comparação de médias, ou melhor, da diferença de médias. Como complementação aos dados já disponíveis, tornou-se necessário identificar as empresas de auditoria que emitiram parecer sobre a qualidade das demonstrações contábeis para cada empresa do grupo de controle. Esses dados foram obtidos junto a CVM.⁵⁹

A.6.1 Teste de Diferença das Médias

Big5 e Auditorias Nacionais

Considere-se que uma das maneiras de se julgar a independência de uma firma é analisar o peso no faturamento do serviço prestado ao cliente. Espera-se que, para as grandes firmas internacionais de Auditoria, que constituem o chamado grupo das **Big5**, o peso no faturamento total representado por um Companhia Aberta brasileira não seja tão relevante. Entretanto para a firma de auditoria nacional, focada, na maioria das vezes, apenas no mercado interno, o serviço prestado à Companhia Aberta, certamente, será representativo no seu faturamento.

Daí entende-se que as **Big5** sejam mais independentes que as firmas nacionais (naturalmente, está se discutindo em termos médios). Desse modo espera-se que a média dos valores absolutos das acumulações discricionárias seja maior para as empresas auditadas por firmas nacionais do que aquela computada para as empresas auditadas pelas **Big5**.

Para investigar essa hipótese foi realizado um teste das diferenças entre as acumulações discricionárias das empresas auditadas por firmas nacionais e aquelas entre as Big5.

⁵⁹ Foi utilizado o sistema IAN (Informe Anual), onde as firmas anualmente encaminham para a CVM uma série de dados relevantes. Pelo sistema IAM, é possível analisar para cada ano qual seria a firma de auditoria responsável pela análise das demonstrações contábeis.

Com e Sem Rotatividade das Firmas de Auditoria

Para verificar se a rotatividade das firmas de auditoria influência sobre o montante das acumulações discricionárias foi realizado um teste para comparar a diferença entre as médias das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) das Companhias abertas brasileiras em que houve rotatividade, com as Companhias nas quais não houve mudança das firmas de auditoria. Dado a limitação de dados, focalizou-se exclusivamente nas empresas/ano de 1997-1999.

Uma empresa foi considerada sem rotatividade, se esta mantivesse a mesma empresa de auditoria durante período de 1996 a 1999. Caso existisse pelo menos uma mudança da firma de auditoria considerava-se que ocorreu rotatividade e apurava-se, para efeito do cálculo das acumulações discricionárias, os valores a partir do ano seguinte à primeira mudança de firma de auditoria.⁶⁰

Com esse procedimento, procurava-se comparar as médias entre dois grupos com característica diferenciadora (rotatividade ou não), e visava-se verificar se este aspecto teria influência na propensão a “gerenciar” os resultados contábeis.

Análise dos Resultados

Os resultados dos testes foram reportados na **Tabela 10**. No teste de comparação das firmas nacionais e as Big5, constatou-se que em termos médios as firmas auditadas por empresas nacionais possuem maior média de acumulações discricionárias, quando comparado à média das **Big5**. Essa diferença foi estatisticamente diferente na significância usual (intervalo de confiança 95%).

Esse resultado revela, salvo melhor juízo, que para as firmas do grupo de controle, as empresas de auditoria nacional são mais tolerantes em relação ao coeficiente de “gerenciamento” de resultados contábeis. Resultado que é coerente com a hipótese de pesquisa, tendo em vista que, em termos de faturamento, não se

⁶⁰ Em várias empresas ocorreram até três mudanças de firmas de auditoria. Uma mudança é a recomendação da CVM, mas três mudanças no período de quatro anos, parece algo excessivo, e que certamente poderia merecer análise mais detalhada. Quais seriam as circunstâncias que levariam uma empresa a modificar repetidamente suas empresas de auditoria?

pode comparar a importância relativa de um cliente brasileiro a uma firma de auditoria nacional e a aquela que se aplica a uma das **Big5**.

No que tange ao teste da rotatividade, constatou-se que, para o grupo de controle, o fato de estar ocorrendo uma rotatividade não implica diferença significativa entre as firmas que realizam rotatividade e as outras que não a realizam. Os resultados revelaram que a média do valor absoluto das AD das firmas que não realizam rotatividade é maior quando em comparação às que realizam a rotatividade, entretanto os valores não foram capazes de ser submetidos a teste de significância da diferença.

As conclusões para este último item devem ser tomadas como muito cuidado. Primeiro deve-se registrar que as empresas que trocaram de auditoria, o fizeram de modo voluntário, e não se sabe ao certo qual teria sido o fator que determinou essa troca. Outro problema é a grande restrição de observações, foram analisados apenas 3 anos, com defasagem de 1 ano para apurar continuidade. Não se sabe ao certo qual seria o horizonte temporal a partir do qual a relação passaria ser questionada quanto à independência.

Tabela 10 – Hipótese De Auditoria Independente

Painel (A) Teste das Diferença entre BIG5 e firmas Nacionais de Auditoria

	AD Médio	D.Padrão	Quant Obs.	Porc. Emp.
Nacionais	0.1381	0.1526	139	28%
Big 5	0.1086	0.1040	365	72%

Diferença	0.0295	0.0140
Nível de Sig.	0.05	
teste t	1.64	

Teste Unicaudal	0.0230
------------------------	--------

Como $0.0295 > 0.0230$, rejeita-se a hipótese de que as média são idênticas, ou que a diferença é zero.

Painel (B) Teste das Diferenças entre Empresas com e sem Rotatividade das Firmas de Auditoria

	AD Médio	D.Padrão	Quant Obs.	Porc. Emp
Sem rotatividade	0.1216	0.1230	354	70%
Com rotatividade	0.1148	0.1225	88	30%

Diferença	0.0068	0.0146
Nível de Sig.	0.05	
teste t	1.64	

Teste Unicaudal	0.0240
------------------------	--------

Como $0.0068 < 0.0240$, não se rejeita a hipótese de que as média são idênticas, ou que a diferença é zero.

Notas a Tabela 10:

Painel (A): Teste de Hipótese da Diferença das Médias entre as AD de empresas auditadas por Big5 e por firmas de Auditoria Nacionais. A diferença é relevante, 5 % de significância. Para a amostra analisada, as empresas de auditoria nacionais possuem maior tolerância ao “gerenciamento” dos resultados contábeis. Do universo de empresas de auditoria/ ano, 72% (Big5) e 28% (Nacionais).

Painel (B): Teste de Hipóteses da Diferença das Médias entre AD de empresas que praticaram rotatividade de firmas de auditoria, e das que não realizaram qualquer rotatividade. A diferença não foi relevante, 5% de significância. Para empresas nas quais em um ano ocorreu modificação da firma de auditoria, consideraram-se apenas os valores a partir do ano seguinte à primeira mudança da firma de auditoria. Dentre as 126 firmas estudadas: 38 (30%) promoveram rotatividade da firma de auditoria pelo menos uma vez.

Referência para o Teste das Diferenças: Merrill & Fox (1990).

A.6.3 Quadro Sinótico dos Resultados

Focos de Pesquisa	Resultados/(Evidências)
<p>HIPÓTESE 7 A Estrutura de Governança Corporativa eficiente minimiza o risco de “gerenciamento” dos resultados contábeis.</p>	<p>Os resultados não rejeitam a hipótese, particularmente no tocante ao tamanho do conselho de administração e do grau de dedicação. Quanto menor a quantidade de membros do conselho, e quanto maior o grau de dedicação, menor foi a propensão a “gerenciar”.</p>
<p>HIPÓTESE 8 A auditoria independente minimiza o “gerenciamento” de resultados contábeis</p>	<p>a) Firmas pertencentes as Big5 apresentaram, na amostra de estudo, menores <u>acumulações discricionárias</u> (<i>discretionary accruals</i>) que as firmas de auditoria nacionais; b) Não houve significativa diferença das AD entre empresas com rotatividade de firmas de auditoria e empresas sem rotatividade.</p>

Apêndice B

B.1 Coeficiente de Resposta de Retorno ao Anúncio dos Resultados Contábeis

A proposta deste breve apêndice é estimar em termos de um coeficiente linear, quanto um determinado resultado contábil reflete sobre os retornos de uma ação no mercado de capitais. Empregou-se o valor dos lucros apurados nos períodos para se calcular qual seria o seu impacto nos retornos.

Estudos não reportados verificaram que o lucro líquido medido em termos de porcentagem dos ativos é a variável mais significativa para explicar alterações dos retornos. Foram realizados testes com diferentes variáveis, tais como variação do Lucro operacional, EBITDA, e entre vários outros indicadores, o lucro líquido demonstrou ser o que melhor correlacionava-se com os retornos das ações.

No **Quadro 9** ilustram-se os diversos modelos utilizados para se estimar qual seria a relevância da variação do lucro líquido como variável explicativas para as oscilações nos retornos.⁶¹ Os resultados da regressão estão documentados na **Tabela 11**.

Para calcular os coeficientes de resposta do retorno aos lucros das empresas, vários modelos foram utilizados cabendo realizar a seguintes observações:

Modelo 3.1: Percebe-se nesse modelo que o lucro do ano anterior não tem poder explicativo sobre os retornos no ano corrente.

Modelo 3.2: Ao se incluir no modelo o lucro futuro, de algum modo espera-se incorporar as expectativas futuras que se materializam no momento corrente, e que conseqüentemente irão influenciar sobre os retorno no mercado de capitais. O modelo demonstra ser estatisticamente superior ao **Modelo 3.1**.

⁶¹ Os modelos aqui aplicados foram inspirados no texto "Capital Markets Research in Accounting" de KOTHARI (2001), Forthcoming in the Journal of Accounting and Economics.

Modelo 3.3: Além dos lucros futuros incorpora-se o retorno futuro, o propósito é neutralizar eventuais erros de mensuração. Em termos práticos, o **Modelo 3.3** é muito similar ao **Modelo 3.2**, sendo o retorno futuro não significativo.

Modelo 3.4: Amplia-se a janela de retornos e de lucros para se ter um coeficiente de resposta mais ampliado. Verificando-se o retorno e lucro acumulado em dois períodos. Mediante este indicador estima-se o efeito de um lucro mais permanente sobre retorno. Os dados nos levam a conclusão de para resultados contábeis sustentáveis de 1%, temos como resposta um retorno sustentável de 0.859%.

Modelo 3.5: Procura-se explicar o retorno passado e o retorno corrente em função do patamar de lucro presente. O coeficiente estimado próximo de 1 (um) indica a consistência de se utilizar multiplicadores para se avaliar ações. Observe-se que os retornos acumulados passados e correntes podem ser perfeitamente explicados pelo lucro corrente.

Para os propósitos do estudo realizado nesta tese, constatou-se que na prática os resultados contábeis têm um impacto sobre os retornos no mercado de capitais. Justificando em certa medida a preocupação das empresas em estarem “gerenciando” seus resultados contábeis. Entretanto, também, foi esclarecido que esse retorno será tanto maior e sustentável, dependendo da natureza permanente do lucro obtido.

Quadro 11 – Relação de Modelos Econométricos Utilizados para Estimar o Coeficiente de Resposta de Retornos aos Lucros Líquidos Publicados (Earnings Response Coefficients)

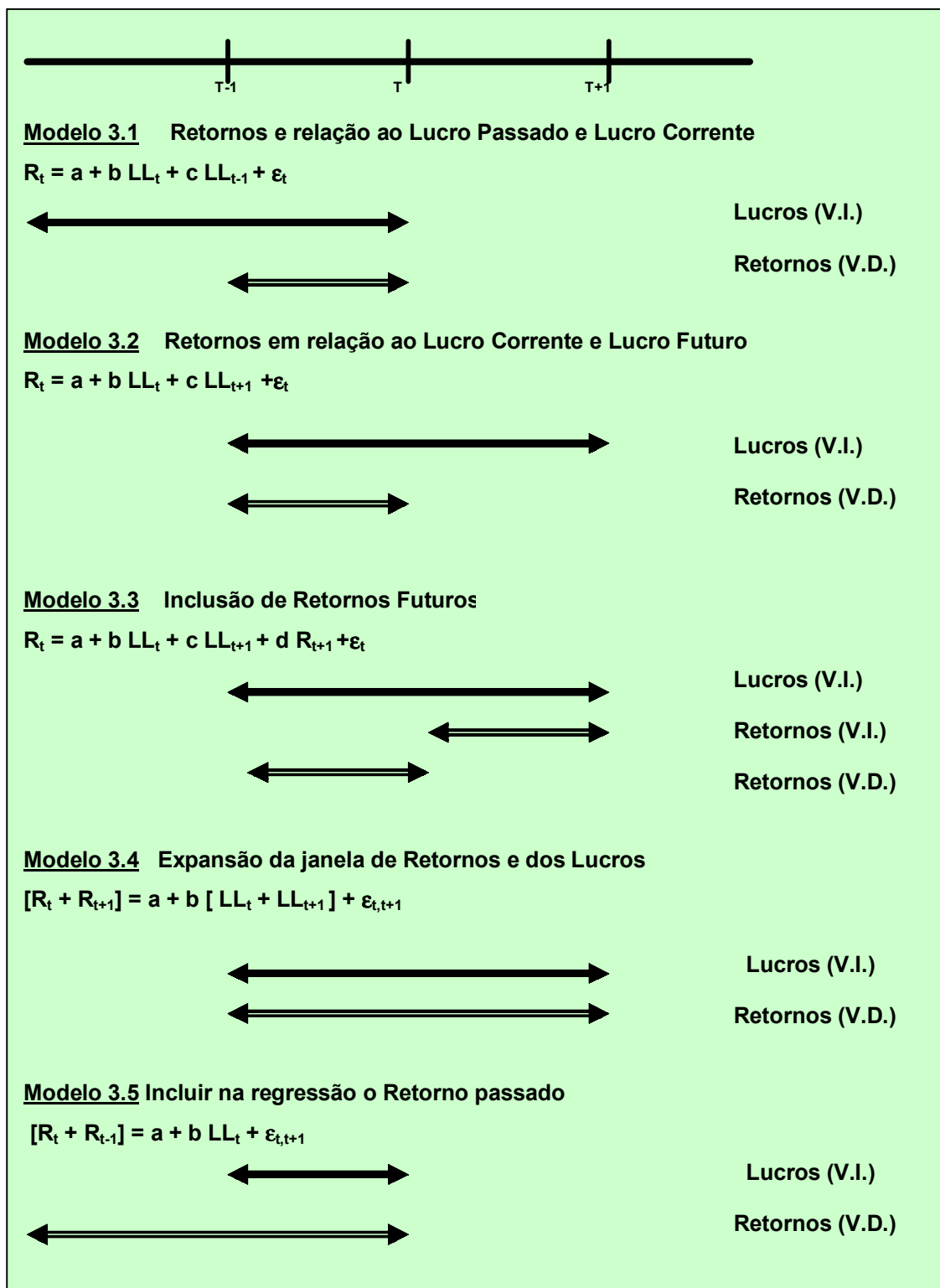


Tabela 11 – Coeficiente De Resposta Dos Retornos Aos Lucros Líquidos Publicados Cias Brasileiras Abertas (1996-1998)

	Modelo (3.1)	Modelo (3.2)	Modelo (3.3)	Modelo (3.4)	Modelo (3.5)
Variáveis	Ret_t	Ret_t	Ret_t	[Ret_t+Ret_{t+1}]	[Ret_t+Ret_{t-1}]
LL_t	0.671 (4.52) ^{***}	0.527 (4.07) ^{***}	0.525 (4.05) ^{***}		1.071 (4.87) ^{***}
LL_{t-1}	-0.116 -0.78				
LL_{t+1}		0.165 (1.84) [*]	0.175 (1.94) [*]		
Ret_{t+1}			-0.032 -1.34		
[LL_t + LL_{t+1}]				0.859 (5.77) ^{***}	
a97	-19.68 (2.77) ^{***}	-19.11 (2.70) ^{***}	-19.915 (2.80) ^{***}		
a98	-52.729 (7.55) ^{***}	-52.535 (7.54) ^{***}	-49.105 (6.62) ^{***}		
Constante	34.507 (6.79) ^{***}	34.645 (6.83) ^{***}	34.837 (6.87) ^{***}	33.12 (6.43) ^{***}	20.214 (3.94) ^{***}
Observ.	631	631	631	631	631
R²	0.118	0.122	0.124	0.05	0.04
F Teste	20.97 ^{***}	21.75 ^{***}	17.78 ^{***}	33.34 ^{***}	23.74 ^{***}

Valor absoluto da t-estatística entre parênteses

* significativa ao nível de 10%;** significativa ao nível de 5%;

*** significativa ao nível de 1%

Notas: Tabela 11 (ver quadro 11)

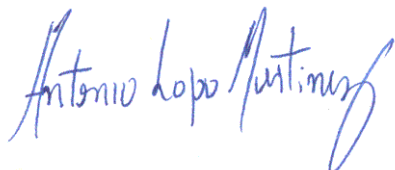
1. Com o propósito de permitir a comparabilidade dos diferentes modelos, procurou-se utilizar o mesmo conjunto de observações. Devido aos requisitos particulares de dados dos modelos, foi necessário concentrar-se na análise dos anos de 1996 a 1998.

2. Nos modelos prescritos foram incorporadas variáveis *dummies* para os anos, com o propósito de controlar circunstâncias particulares do mercado naquele específico ano, tal como retorno médio de mercado negativo. Deste modo as regressões dos **Modelos 3.1, 3.2 e 3.3** incorporam as variáveis binárias de 1997 e 1998. A *dummy* de 1996 (um dos anos) foi excluída tal como recomenda a correta técnica econométrica. Os **Modelos 3.4 e 3.5**, como lidam com variáveis de carácter acumulativo, não houve necessidade de realização desse tratamento.

AUTORIZAÇÃO

Autorizo a reprodução e/ou divulgação total ou parcial da presente obra por qualquer meio convencional ou eletrônico, desde que citada a fonte.

São Paulo, 25 de Março de 2002

A handwritten signature in blue ink that reads "Antonio Lopo Martinez". The signature is written in a cursive style with a large, looping initial 'A'.

Antonio Lopo Martinez

R. Manoel Marques Simões N. 58 , Cid. Jardim - São Paulo/SP 05676-070

antoniolopo@hotmail.com