
Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto

Antonio Carlos Coelho
Iran Siqueira Lima

RESUMO

O objetivo da pesquisa aqui relatada é realizar a verificação do gerenciamento de resultados no rol das companhias de capital aberto, examinando também se há diferenças nos graus de tal gerenciamento entre elas e as companhias de capital fechado. Aplicam-se, neste artigo, três métricas para estimar a presença de comportamento oportunista de gestores na divulgação de resultados contábeis no Brasil. São utilizados os modelos de apropriações discricionárias (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995), comportamento oportunista dos gestores (BALL e SHIVAKUMAR, 2005) e separação das funções das apropriações contábeis (BALL e SHIVAKUMAR, 2006). Adota-se a hipótese de que os lucros publicados pelas empresas brasileiras não contêm eficiência informacional de modo a reduzir a assimetria informacional entre os gerentes e os usuários da informação contábil pública. Ademais, também se levanta a hipótese de que não há diferença significativa entre o comportamento dos gestores de companhias de capital aberto e o dos de companhias de capital fechado. Os achados da pesquisa apontam para a presença de gerenciamento de resultados contábeis nos dois tipos de empresas pesquisadas e foram obtidos utilizando-se banco de dados contábeis fornecido pela SERASA, com informações referentes a 2.833 firmas brasileiras no período de 1995 a 2004.

Palavras-chave: gerenciamento de resultados, apropriações discricionárias, oportunismo de gestores, companhia de capital aberto, companhia de capital fechado.

1. INTRODUÇÃO

A tendência recente das pesquisas na área de contabilidade para usuários externos diz respeito à análise de eficiência informacional dos números contábeis publicados; tais pesquisas examinam tanto a verificabilidade dos agregados contábeis divulgados quanto a qualidade das informações contábeis para uso no monitoramento dos contratos entre as empresas e seus *stockholders* e *stakeholders*.

Recebido em 10/junho/2008

Aprovado em 29/maio/2009

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*

Editor Científico: Nicolau Reinhard

Antonio Carlos Coelho, Mestre em Administração pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Doutor em Ciências Contábeis e Pós-Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo, é Professor Associado da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará (CEP 60020-180 – Fortaleza/CE, Brasil).

E-mail: acarloscoelho@terra.com.br

Endereço:

Universidade Federal do Ceará

FEAAC – Departamento de Contabilidade

Avenida da Universidade, 2431

60020-180 – Fortaleza – CE

Iran Siqueira Lima, Mestre e Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo, é Professor Titular do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 – São Paulo/SP, Brasil), Diretor da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi).

E-mail: iranlima@uol.com.br

A linha de pesquisa positiva na contabilidade propõe que as escolhas por métodos contábeis e o uso da discricionariedade na definição de apropriações contábeis (ajustes derivados do regime de competência) não são apenas função das normas e da legislação, dependem também do comportamento dos gestores, o qual responde a incentivos econômicos para produzir relatórios contábeis com atributos de qualidade.

Por outro lado, a demanda por relatórios informacionalmente eficientes será ditada pelo ambiente institucional e jurídico de proteção a investidores, bem como pela capacidade de o conjunto de normas fazer cumprir contratos e obrigações.

Se não há incentivo institucional para a referida demanda, os gestores terão incentivos para gerenciar os resultados contábeis de modo que não seja reduzida a assimetria informacional entre o gestor e os contratantes da firma, gerando contratos que passam a basear-se em sistemas privados de informações.

O gerenciamento de resultados, por sua vez, está associado à possibilidade de expropriação de fluxos de caixa pelos gestores, constituindo-se em risco moral a ser avaliado pelos investidores; do mesmo modo, a ausência de gerenciamento de resultados contribui para evitar seleção adversa na precificação das ações da firma.

No Brasil, dado o ambiente institucional de origem jurídica codificada, pesquisadores argumentam que há fraca proteção a *stakeholders* e *stockholders* (COELHO e LOPES, 2007; GALDI, PEREIRA e LIMA, 2007); diversas pesquisas nacionais (referenciadas no quadro 2) já constataram evidências de gerenciamento de resultados em firmas brasileiras.

O grupo de companhias fechadas é, por outro lado, pouco estudado quanto a suas práticas contábeis por causa do difícil acesso aos dados dessas firmas. Como o estudo está baseado em amostra de demonstrações financeiras contidas em banco de dados da SERASA – Centralização de Serviços de Bancos S/A., com expressiva coleção de demonstrações contábeis de sociedades por ação de capital fechado, tornou-se possível investigar a prática de gerenciamento de resultados nesse segmento de firmas.

Assim, a questão da pesquisa pode ser resumida em comprovar a existência de sinais estatisticamente significantes de gerenciamento de resultados nas sociedades por ações brasileiras, investigando-se, ainda, se o nível de gerenciamento de resultados difere entre os segmentos de firmas de capital aberto e de capital fechado.

O objetivo nesta pesquisa é, então, realizar a verificação de gerenciamento de resultados no rol das demonstrações contábeis das companhias de capital aberto brasileiras, examinando também se há diferenças nos graus de tal gerenciamento entre elas e as companhias de capital fechado.

A hipótese da pesquisa é de que os resultados contábeis publicados no Brasil sofrem do processo de gerenciamento de seus números, e de que tal comportamento é comum aos dois tipos de sociedades por ação (negociadas em mercado de capital ou não).

Tal hipótese deriva das características institucionais brasileiras, comuns aos dois tipos de empresa, e ao fato de que não existe demanda efetiva por informação contábil para a tomada de decisões econômicas por investidores e financiadores das empresas brasileiras.

Para o teste das hipóteses, aplicam-se modelos que trazem métricas mais acuradas para avaliar as relações derivadas das apropriações contábeis, seja usando lógicas relacionadas à associação de dados contemporâneos e à projeção temporal de lucros, seja propondo soluções econométricas para diferentes funções de apropriações contábeis.

O artigo está organizado em cinco capítulos, incluindo esta introdução; no capítulo 2, discorre-se sobre o suporte teórico para a pesquisa; no capítulo 3, aborda-se a metodologia empregada; no quarto capítulo, analisam-se os feitos da pesquisa; as conclusões estão na parte final do artigo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Entende-se que linhas de pesquisa sobre gerenciamento de resultados são aspectos diferenciados do objetivo de buscar uma teoria econômica explicativa das funções e papéis dos lucros reportados pelas firmas. Utilizando metodologias diversas, essas linhas convergem para explicar o uso econômico das apropriações contábeis, seja pela motivação de uso oportunista, seja pelo incentivo ao emprego dos ajustes com o sentido de redução de assimetria informacional.

Admite-se intrinsecamente que a atividade econômica exogenamente define o desempenho das firmas, cabendo ao método contábil permitir que os gestores e os controladores façam opção por quais informações disponibilizar aos públicos de interesse da firma.

Nessa decisão haverá forçosamente avaliação dos benefícios e custos econômicos associados a cada alternativa, consoante as características institucionais do ambiente contratual e do momento histórico em que a decisão está ocorrendo, considerando a maximização de utilidade dos agentes envolvidos.

2.1. Gerenciamento de resultados – incentivos e técnicas

Na análise das definições de gerenciamento de resultados, os pesquisadores ressaltam sempre a idéia de que os gestores tomam uma ação deliberada (MARTINEZ, 2001, p.12) para reportar resultados segundo seu objetivo específico naquele momento.

Todavia, é bom esclarecer que os resultados contábeis – pela arbitrariedade com que são estabelecidos os parâmetros de apuração de lucros, pelo corte temporal para tal apuração e pelos ajustamentos do conceito de lucro ao conceito de caixa (*accruals*) – sempre dependerão de julgamentos dos contadores e gestores.

Dechow e Skinner (2000) discutem os objetivos das apropriações contábeis, as quais são necessárias para aplainar as

informações do lucro em relação ao fluxo de caixa (que são negativamente correlacionados) e assim prover informações mais eficientes aos investidores e credores das firmas; informações mais habilitadas a serem projetadas e, portanto, mais aptas a ajustar as expectativas desses grupos.

A questão, segundo Dechow e Skinner (2000), é definir o quanto os julgamentos dos gestores em suas decisões contábeis estão em linha com as expectativas racionais dos investidores e quando tais atitudes são tomadas para gerenciamento dos resultados, na forma das hipóteses básicas da teoria positiva acima comentadas.

As escolhas de ajustes contábeis são feitas para nivelar os lucros em relação aos fluxos de caixa ou para, discricionariamente, alterar as decisões econômicas dos grupos relacionados à empresa, em proveito dos gestores ou dos sócios majoritários.

Entenda-se que não se está referindo a temas que envolvam fraudes contábeis, mas antes à intenção, ao exercício do julgamento dos administradores para influenciar seus demonstrativos financeiros. O que leva à questão sobre quais os objetivos dos gestores em enganar investidores e outros sobre a situação econômica subjacente da firma (HEALY e WAHLEN, 1999).

Healy e Wahlen (1999) relacionam os prováveis incentivos que levam gestores a gerenciarem resultados, segundo pesquisas sobre o assunto, e que podem ser assim classificados:

- vinculados ao mercado de capitais, voltados a alterar a percepção de risco sobre a empresa (suavização de lucros) e a induzir investidores a menores expectativas de lucros futuros (*benchmarks*);
- por motivações contratuais entre a empresa e *stakeholders*:
 - compensações e bonificações para executivos, quando tais incentivos se baseiam em medidas contábeis,
 - limites de crédito, condições de financiamento e cláusulas restritivas ou de proteção aos credores;
- vinculados a regulamentações e custos políticos, tais como lucros de monopolistas, tributação e regulação.

Adicionalmente, deve-se registrar que há possibilidade de incentivos a gerenciamento de resultados mais amplamente ligados a instrumentos de governança corporativa, no sentido de produzir informação contábil com o objetivo de gerenciar conflitos de agência e assimetria informacional entre os grupos participantes nos interesses da empresa.

Em função desses incentivos, então, o gerenciamento não se destinará necessariamente a aumentar o lucro reportado, podendo o gestor buscar reduzir esse lucro (no caso de reduzir expectativas futuras ou de administrar lucros de setores monopolistas, por exemplo); em situações de demonstrar menor risco, o único interesse seria suavizar a série de lucros; enfim, gestores ingressantes nas empresas podem interessar-se em reportar prejuízos, hoje, para reportar lucros no futuro, obviamente produzidos por ele.

A lógica de decidir qual lucro reportar então, e aceita a premissa de que não se estão forjando evidências ou efetivando fraudes, significa tão somente antecipar ou retardar o reconhecimento de receitas e despesas, respeitado o intervalo de manobra permitido pelos padrões contábeis vigentes.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) listam diversas técnicas de gerenciamento de resultados, detectadas em investigações sobre a matéria, destacando-se: mudanças de procedimentos contábeis (associados a eventos e situações); uso de elementos discricionários do fluxo de caixa, como acelerar ou retardar recebimento de vendas, gastos com publicidade, outros gastos discricionários (forma operacional); ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (específicos do tipo elevação ou redução de previsão para devedores duvidosos, reconhecimento antecipado de receitas).

2.2. Modelos de estimação

A tentativa de segmentar nos modelos as variáveis lucro – apropriação contábil – fluxo de caixa, como explanadoras dos diferentes papéis do método contábil, tem o sentido de aproximar o conceito de lucro contábil – que privilegia a verificabilidade em vez da relevância – ao de lucro econômico, no qual a relevância da informação tempestiva sobrepuja a efetivação do fato econômico.

Os modelos de estimação, associação e previsão apresentados evoluem da explicação do conteúdo informacional comum aos retornos e aos lucros para o exame das correlações entre os componentes do lucro, apartando as informações presentes nos fluxos de caixa do conteúdo discricionário das apropriações contábeis e passando pela análise de componentes transitórios e estocásticos nas séries de lucros contábeis.

Com a intenção de estimar as apropriações discricionárias como porcentagem do ativo das empresas, foi desenvolvida a formulação seguinte (JONES, 1991), na qual se assume implicitamente que as rubricas contábeis ali tratadas representam registros de ajustes ao fluxo de caixa não ocorrido naquele período, podendo tais rubricas terem sido ajustadas discricionariamente. O modelo 1 foi desenvolvido para aplicação específica em empresas que poderiam beneficiar-se de incentivos fiscais. Concluiu-se que as firmas gerenciaram discricionariamente tais contas, reduzindo os lucros reportados imediatamente antes de se habilitarem ao recebimento dos benefícios.

Modelo 1 – Apropriações Discricionárias (JONES, 1991)

$$ACC_{it} / AT_{it-1} = \alpha_1 \left[\frac{1}{AT_{it-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REC_{it}}{AT_{it-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{AP_{it}}{AT_{it-1}} \right] + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

em que:

$$ACC_t = [\Delta AC_t - \Delta D_t] - [\Delta PC_t - \Delta ECP_t] - DDA_t;$$

AT = Ativo Total;

ΔREC = Variação da Receita Total no período;

AP = Ativo Permanente (Imobilizado e Diferido);

ΔAC = Variação do Ativo Circulante no período;

ΔD = Variação das Disponibilidades no período;

ΔPC = Variação do Passivo Circulante no período;

ΔECP = Variação de Empréstimos de Curto Prazo no período;

DDA = Depreciação e Amortização do período;

ε = Resíduo da Regressão.

Mais adiante esse modelo foi modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) e passou a ser usado como modelo padrão para análise e detecção de gerenciamento de resultados (modelo 2).

Modelo 2 – Apropriações Discricionárias (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995)

$$AC_t = \delta_0 + \delta_1 [\Delta REC_t - \Delta CR_t] + \delta_2 AP_t + \delta_3 CT_t + \varepsilon_t \quad [2]$$

em que todos os termos são escalados pelo Ativo Total de $(t-1)$;

AC_t = Apropriações Contábeis do período t ;

$[\Delta REC_t - \Delta CR_t]$ = Incremento das Receitas Brutas ajustado pelo incremento de Contas a Receber no período t ;

AP_t = Saldo dos Ativos (Imobilizado e Diferido) Permanentes no período t ;

CT_t = Saldo Líquido de Créditos Tributários menos Provisões para Impostos no período t ;

$\delta_0; \delta_1; \delta_2; \delta_3$ = Coeficientes estimados do modelo;

ε_t = Termo de Resíduos da Regressão.

A literatura sobre evidências de gerenciamento de resultados evoluiu sobremaneira dando lugar a modelos mais complexos e mais específicos, dependendo do objetivo da pesquisa. Visvanathan (1998) avaliou, com modelo similar ao de Jones (1991), o comportamento do diferimento de impostos a pagar em firmas norte-americanas no período de 1992 a 1994, encontrando evidências de gerenciamento de resultados por meio das rubricas ativas e passivas ligadas a impostos, em empresas com alta alavancagem financeira.

Kang e Sivaramakrishnan (1995), por outro lado, elaboraram análise econométrica de modelos específicos e genéricos que buscam estimar apropriações contábeis discricionárias. Colocam a questão de que estimar apropriações contábeis discricionárias a partir da ótica de separar os efeitos de gerenciamento e de captura das defasagens temporais que geram as apropriações pode estar associado a erros econométricos comuns, tais como:

- problemas de erros nas variáveis quando estas não são diretamente observáveis e usam-se variáveis substitutas que

podem ser afetadas também pelo gerenciamento sendo estudado;

- variáveis omitidas também induzem a vieses ao se testar gerenciamento de resultados se elas são também relacionadas com as motivações para o gerenciamento de resultados em si;
- também são possíveis questões de simultaneidade entre as variáveis independentes e dependentes seja pelo efeito do método das partidas dobradas, seja ainda por restrições comuns derivadas de normas e princípios contábeis.

Assim, Kang e Sivaramakrishnan (1995) sugeriram modelo genérico derivado da lógica do modelo de Jones (1991), no qual se utilizam variáveis instrumentais no sentido de mitigar os problemas econométricos associados, simulando resultados e concluindo pela robustez e por maior grau de acerto de tais métodos alternativos.

A evidenciação da qualidade do lucro por meio da mensuração de apropriações discricionárias tem sofrido críticas atreladas a seu conteúdo econométrico – como tal variável é estimada a partir dos erros de regressão, sua existência é imperativa, dado que regressões sempre conterão resíduos, mercê de variáveis explicativas não incluídas.

Tais modelos parecem não conclusivos, a não ser que usados comparativamente, e ainda não noticiados no Brasil; quanto aos modelos de correlação entre apropriação e lucro, apenas são relatados estudos referentes a firmas financeiras. Assim, as evidências de qualidade dos lucros neste particular não são bem conclusivas.

Ball e Shivakumar (2006) desenvolveram, estendendo a lógica dos modelos tratados até aqui, experimentos testando modelos que permitam a mensuração separada dos dois papéis econômicos dos ajustes contábeis advindos do regime de competência:

- reduzir ou gerir a variabilidade exógena própria das séries temporais de fluxos de caixa operacionais, produzida por manipulações estratégicas e operacionais inerentes ao processo econômico e institucional a que estão submetidas as empresas;
- reconhecer de forma tempestiva perdas e ganhos ainda não realizados, os quais, por definição, devem ocorrer após revisões nas expectativas sobre os fluxos de caixa futuros da empresa.

Ball e Shivakumar (2006) reconheceram que a segunda função das apropriações contábeis exerce um efeito oposto na variabilidade dos lucros, uma vez que adiciona todo o valor capitalizado de perdas futuras às perdas ocorridas no momento presente, enquanto os ganhos, permanecendo apenas pelo valor do recebimento atual, distanciam-se em relação aos movimentos de sinal contrário.

Nos modelos relativos à captação de efeitos de gerenciamento de resultados e referentes à mensuração da qualidade

dos lucros com base nas apropriações contábeis, tiram-se conclusões sobre lucros anormais, lucros discricionários ou erros de mensuração.

Tais efeitos podem estar sendo mal entendidos e a ampliação da variância (erro de mensuração, apropriação discricionária, lucro anormal) pode estar acontecendo apenas nos casos de resultados negativos (os quais podem gerar antecipação tempestiva das perdas) e significam o reconhecimento assimétrico dessas perdas e não aqueles efeitos expendidos nos estudos a seguir citados.

Na pesquisa enfocada, Ball e Shivakumar (2006) reprocessam os modelos de Jones (1991), Dechow e Dichev (2002) e o de associação entre ajustes advindos do regime de competência e o fluxo de caixa contemporâneo (BALL e SHIVAKUMAR, 2005), adicionando variáveis independentes como *proxies* para perdas econômicas (diversas medidas de mercado e sinal negativo em fluxos de caixa originais), estabelecendo as seguintes premissas:

- os coeficientes de determinação serão maiores, significando que a introdução das variáveis implicará maior poder explanatório dos modelos enriquecidos;
- os coeficientes das variáveis que representam o registro de perdas econômicas terão sinal positivo, indicando correlação positiva entre as apropriações contábeis e os fluxos de caixa atuais;
- a variabilidade ora explicada pela variável introduzida antes era tida como efeitos não explicados decorrentes de outros fatores e tratados como erro ou como apropriação discricionária.

Modelo 3 – Separação das Funções de Apropriações Contábeis (BALL e SHIVAKUMAR, 2006)

$$ACC_t = \delta_0 + \delta_1 [\Delta REC_t - \Delta CR_t] + \delta_2 AP_t + \delta_3 CT_t + \delta_4 DFCO_t + \delta_5 FCO_t + \delta_6 DFCO_t * FCO_t + \varepsilon_t \quad [3]$$

em que todos os termos são escalados pelo Ativo Total de (t-1);

FCO_t = Fluxo de Caixa do período t;

$DFCO_t$ = *Dummy* para Fluxos de Caixa Negativos em t;

$DFCO_t * FCO_t$ = Efeito específico de Fluxos de Caixa Negativos em t;

ε_t = Termo de Resíduos da Regressão.

Os demais termos estão legendados no modelo 2.

Por exemplo, se a gerência tem a intenção de aprofundar os níveis atuais de lucro para recuperá-los no futuro, produzirá correlação entre apropriações e fluxo de caixa idêntica ao movimento de comunicar perdas econômicas esperadas. Assim, busca-se isolar os efeitos qualitativamente diversos, separando-se em diferentes coeficientes os dois efeitos.

Os resultados do estudo de Ball e Shivakumar (2006) confirmam as hipóteses acima, valendo lembrar que a pesquisa foi

realizada com empresas norte-americanas no período de 1987 a 2003, em ambiente em que já se tinha evidência em vários estudos da presença de conservadorismo condicional nas demonstrações contábeis ali publicadas.

Vale adicionar a discussão feita em Guay (2006) sobre o modelo 3, em que esse autor reiterou que as conclusões desse trabalho são consistentes com as duas funções econômicas apontadas para as apropriações contábeis: resolver os problemas de confrontação tempestiva dos fluxos de caixa relacionados ao capital de giro e antecipar o reconhecimento de perdas e ganhos econômicos. Contudo, não avança nas explicações sobre os motivos pelos quais não se antecipam também os ganhos econômicos, os quais seriam de validade econômica para efeitos de avaliação das empresas; resta em aberto se efetivamente não são reconhecidos e ainda não são captados em modelos por razões econométricas ou se há razões de custos associadas à preferência por não antecipar registros de ganhos econômicos de forma simétrica ao registro das perdas.

Em estudo mais recente, Guay e Verrechia (2006) argumentaram que o reconhecimento assimétrico de perdas econômicas por si só produz ineficiências informacionais óbvias, já que não se vislumbra nos relatórios contábeis a efetiva e completa avaliação da firma; assim, os estudos mais recentes sobre o assunto, embora capazes de segregar em modelos o efeito do reconhecimento de perdas de forma assimétrica, não buscam explicações econômicas para o fato.

Guay e Verrechia (2006) também reconhecem que estudos que relacionam o conservadorismo condicional com instituições diferenciadas em países e em estruturas societárias catalogam com acerto onde se dão as maiores ocorrências do fenômeno e oferecem explicações relacionadas com benefícios contratuais para as partes contratantes com as firmas em contraposição aos incentivos para que gerentes e firmas distorçam resultados em seu proveito.

Tentando estabelecer um esquema conceitual econômico para o assunto, Guay e Verrechia (2006) reconhecem que há custos associados com o reconhecimento antecipado tanto de perdas quanto de ganhos econômicos; logo, a avaliação econômica das razões associadas aos dois fenômenos deveria basear-se em custos e benefícios associados a coletar, registrar e divulgar ambas as informações. Concluem os pesquisadores que não se visualiza nos estudos nenhuma referência aos custos – como mensurá-los ou diferenciá-los nos dois casos – ou a benefícios econômicos ou institucionais de também antecipar o registro dos ganhos. Assim, não há suporte conceitual econômico para a predição de condições em que ocorrerão os fenômenos sob estudo do ponto de vista econômico.

Considerando que o uso das apropriações contábeis pode estar associado a práticas oportunistas dos gestores e não ao atendimento à demanda de contratantes da empresa, Ball e Shivakumar (2005) propuseram modelo alternativo para testar o grau de oportunismo na possível manipulação de resulta-

dos. Nesse modelo [4] mensura-se o equivalente à capacidade preditiva dos lucros e variações nos lucros para estimar os fluxos de caixa futuros; portanto, se os coeficientes das variáveis são significantes estatisticamente, demonstra-se a associação entre eles (neste caso, entre lucros e fluxos de caixa operacionais), equivalendo a dizer que as séries têm comportamento não estocástico ou estacionário.

Modelo 4 – Avaliação de Oportunismo dos Gestores (BALL e SHIVAKUMAR, 2005)

$$CFO_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 NIC_{t-1} + \gamma_2 I\Delta NI < 0 + \gamma_3 I\Delta NI \geq 0 * \gamma_2 \Delta NI_t + \gamma_4 I\Delta NI < 0 * \Delta NI_t + \gamma_5 DPR + \gamma_6 DPR * NI_{t-1} + \gamma_7 DPR * I\Delta NI < 0 + \gamma_8 DPR * I\Delta NI \geq 0 * \Delta NI_t + \gamma_9 DPR * I\Delta NI < 0 * \Delta NI_t + \varepsilon_t, \quad [4]$$

em que:

$I\Delta NI < 0 / I\Delta NI \geq 0$ = Variáveis indicativas negativas (não negativas) de Variações no Lucro no ano t ;

DPR = Variável *dummy* da firma:
(= 1 para companhias privadas),
(= 0 para companhias públicas);

ε_t = Termo de Resíduos da Regressão.

O modelo 4 busca examinar fundamentalmente se existe correspondência entre lucros contábeis antecedentes e fluxos de caixa operacionais procedentes; a regressão tenta explicar os fluxos de caixa futuros tendo o lucro líquido como variável explanatória, controlada pelas variações negativas e positivas do próprio lucro.

Se constatada tal explicação, pode-se deduzir que as apropriações contábeis realizadas – para chegar ao conceito de lucro por competência contábil – foram originadas das funções econômicas atribuídas às apropriações contábeis e, portanto, derivadas do conteúdo informacional dos fluxos de caixa atuais.

Os diferimentos e antecipações terão sido oriundos de ajustes temporais ao fluxo de caixa ou estarão refletindo estimativas verificáveis sobre o comportamento dos resultados econômicos futuros, por meio do reconhecimento tempestivo de ganhos e perdas econômicas.

Pode-se resumir a linha de pesquisa ora em discussão – aquela associada à avaliação da qualidade dos lucros reportados no sentido da eficiência informacional dos números contábeis –:

- com respeito a alterar a percepção de investidores em suas decisões de investimento;
- com ênfase em seu uso como referência para o estabelecimento de cláusulas contratuais e para resolver conflitos decorrentes da incompletude *ex ante* dos contratos;
- como mecanismo de governança corporativa:
 - funcionando como incentivo a gerentes para mitigar conflitos de agência.

- sendo encarado como mecanismo de proteção de fornecedores de recursos não detentores do controle da firma.

2.3. Revisão de literatura

Apresentam-se, no quadro 1, estudos internacionais sobre o tema; sem interesse em exaurir as pesquisas realizadas, destaca-se que há intensa e persistente atividade em utilizar os números gerados por meio dos ajustes derivados do regime de competência para explicar o comportamento dos lucros reportados pelas empresas. Dos diversos estudos, ressalta-se que o objetivo do uso de ajustes advindos do regime de competência é a identificação de:

- propriedades das séries temporais de lucros como estimadores eficientes de fluxos de caixa operacional futuros;
- gerenciamento de resultados, que incrementam a assimetria informacional entre gestores/controladores e usuários da informação contábil;
- conservadorismo condicional, que reduz tal assimetria por revelar tempestivamente perdas econômicas estimadas pelos gerentes e objetivamente verificáveis.

Adicionam-se no quadro 2 as principais pesquisas realizadas no Brasil abrangendo os temas de gerenciamento de resultados e exame do comportamento das apropriações contábeis.

A linha de pesquisa quanto à qualidade dos lucros reportados no Brasil, que utiliza a vertente de modelos que investiga a presença de gerenciamento de resultados por meio de componentes discricionários e não discricionários nas apropriações contábeis, é detalhada em seguida.

Martinez (2001) desenvolveu abrangente pesquisa destinada a demonstrar que as empresas públicas brasileiras praticam o gerenciamento de resultado com os objetivos mais diversos, vinculados principalmente a motivações ligadas ao mercado de capitais; a amostra considerada inclui dados concernentes ao período de 1995 a 1999.

As evidências comprovam, de forma geral, o gerenciamento de resultados – a pesquisa utiliza basicamente o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) – entre as firmas pesquisadas. As principais motivações, segundo o estudo, desse gerenciamento detectado são vistas como: evitar reportar perdas; sustentar o desempenho recente; reduzir a variabilidade dos resultados; manejar resultados ruins no sentido de piorá-los ainda mais hoje visando a melhores resultados no futuro.

Tukamoto (2005) utilizou o modelo de Jones (1991) em amostra de empresas de capital aberto – segregadas em grupos de emissoras de *American Depositary Receipts* (ADR) e de não emissoras –, usando dados contábeis referentes ao período de 1995 a 2003 para avaliar se existiam diferenças no nível de gerenciamento de resultados, o qual se constatou pelo processamento do modelo, segundo as seguintes hipóteses, não evidenciadas empiricamente:

Quadro 1

Revisão de Pesquisas sobre Atributos e Propriedades de Apropriações Contábeis

Autor	Objetivo/Hipótese	Resultados
Jones (1991)	Gerenciamento de resultados para obtenção de subsídios fiscais.	Confirmada a hipótese.
Dechow (1994)	Análise de autocorrelação serial em séries de lucros, apropriações e fluxos de caixa.	Correlação atende às premissas do estudo.
Dechow, Sloan e Sweeney (1995)	Revisão dos modelos de gerenciamento de resultados.	Definidas as três formas de manipulação dos dados contábeis.
Hayn (1995)	Relacionamento entre retornos negativos e lucros contábeis.	Fraca associação explicada pela opção de abandono do investimento.
Dechow, Kothari e Watts (1998)	Qualidade dos lucros pela análise da autocorrelação serial.	Resíduos definindo erros nos ajustamentos.
Visvanathan (1998)	Gerenciamento de resultados por meio de impostos diferidos.	Confirmada a hipótese.
Barth, Cram e Nelson (2001)	Previsão de fluxos de caixa futuros.	Lucro confirma-se como estimador não viesado de fluxos de caixa.
Dechow e Dichev (2002)	Qualidade dos lucros como estimadores de fluxos futuros de caixa em vez de fluxos de caixa atuais.	Lucros são melhores estimadores de fluxos de caixa futuros.
Leuz, Nanda e Wysocki (2003)	Gerenciamento de resultados e diferenças institucionais entre países.	Maior gerenciamento em países de origem jurídica consuetudinária.
Ball e Shivakumar (2005)	Maior conservadorismo condicional em empresas de capital aberto.	Confirmada a hipótese.
Beuselinck, Deloof e Manigart (2005)	Conservadorismo e gerenciamento de resultados em empresas financiadas por meio de <i>Private Equity</i> .	Menor conservadorismo e maior gerenciamento antes da entrada nos fundos respectivos.
Ball e Shivakumar (2006)	Segmentação das funções econômicas das apropriações contábeis.	Confirmada a hipótese.
Burgstahler, Hail e Leuz (2006)	Gerenciamento de resultados e diferenças entre países classificados segundo o nível de proteção a investidores de suas instituições.	Maior gerenciamento em países menos desenvolvidos institucionalmente.
Peek, Cuijpers e Buijink (2006)	Diferenças de conservadorismo entre companhias abertas e fechadas.	Confirmada a hipótese.

- Há diferenças no nível de gerenciamento de resultados entre os dois grupos pesquisados.
- Entre as empresas emissoras, os dados apurados em diferentes regimes de padrões contábeis denotam diferentes graus de gerenciamento de resultados.

Coelho e Lopes (2007) aplicaram o modelo de Jones modificado (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995) em companhias abertas brasileiras – amostra abrangendo o período de 1995 a 2003 – para testar a relação entre apropriações discricionárias e grau de endividamento nessas empresas.

Os resultados encontrados, a par de identificar a presença de gerenciamento de resultados em todos os períodos e setores da amostra, com predominância de ajustamentos que provocaram decréscimo nos lucros reportados – o que seria sinal de conservadorismo –, permitem rejeitar a hipótese de que tal gerenciamento se devesse ao grau de endividamento; o sinal preponderante no gerenciamento de resultados mostrou-se contrário ao esperado.

Fuji (2004) e Galdi, Pereira e Lima (2007) examinaram a existência de gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil utilizando dados disponíveis no Banco

Quadro 2

Pesquisas Brasileiras sobre Gerenciamento de Resultados

Autor	Objetivo/Hipótese	Resultado
Martinez (2001)	Gerenciamento de resultados no Brasil.	Detectada a presença de gerenciamento de resultados.
Colauto, Beuren e Sousa (2003)	Correlação entre lucro e capital de giro.	Detectada correlação negativa.
Fuji (2004)	Gerenciamento de resultados em bancos.	Aceita hipótese de gerenciamento.
Colauto e Beuren (2005)	Correlação entre lucro e capital de giro.	Detectada correlação negativa.
Martinez (2005)	Influência das informações contábeis na avaliação de analistas.	Confirmada a hipótese de influência.
Tukamoto (2005)	Diferenças em graus de gerenciamento de resultados em empresas com ADR.	Confirmada a hipótese.
Colauto e Beuren (2006)	Estudo de caso sobre apropriações discricionárias/não discricionárias.	Constatada a existência dos dois tipos de ajustamentos.
Coelho e Lopes (2007)	Associação entre gerenciamento de resultados e endividamento.	Rejeitada a hipótese.
Galdi, Pereira e Lima (2007)	Gerenciamento de resultados via resultados de derivativos.	Confirmada a hipótese.

Central do Brasil; em ambos os trabalhos, os autores concluem por evidências de suavização de resultados e/ou antecipação de ganhos para utilização futura, pela evidência de correlação entre a provisão para devedores duvidosos e os resultados com derivativos com os lucros finais reportados; nesses casos, a evidência é de que os lucros são ajustados segundo a conveniência de níveis de lucros requeridos para cada momento.

3. METODOLOGIA

O objetivo nesta pesquisa concentra-se em realizar testes que capturem o grau de gerenciamento de resultados realizado pelos gestores das sociedades por ação brasileiras (segmentadas em companhias de capital aberto e de capital fechado).

O grau de gerenciamento de resultados dessas firmas foi mensurado por meio do modelo de Jones modificado (modelo 2 – DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995) e do modelo 3 que segmenta funções econômicas contidas nas apropriações contábeis, ajustado por Ball e Shivakumar (2006) para isolar os efeitos de apropriações contábeis derivadas de antecipação assimétrica de perdas econômicas.

A aplicação do modelo desenvolvido por Ball e Shivakumar (2006) justifica-se porque as correlações medidas para o gerenciamento de resultados tanto podem referir-se a essa prática quanto podem ser relativas a antecipações assimétricas

de perdas decididas pela gerência para reduzir a assimetria informacional com os usuários.

As equações foram processadas separadamente para companhias abertas e companhias fechadas, uma vez que a análise de sua diferenciação por meio de variáveis binárias consumiria muitos graus de liberdade, dada a quantidade de variáveis a serem consideradas no construto.

Estimados os coeficientes dessas regressões, cujas variáveis também foram escaladas pelo ativo total do período anterior, eles são usados para estimar as apropriações não discricionárias. As apropriações discricionárias representativas do gerenciamento de resultado acontecido são dadas pela função [5] a seguir:

$$AD_{it} = \varepsilon_{it} = ACC_{it} - AND_{it} \quad [5]$$

em que:

AD_{it} = Apropriação Discricionária da empresa i no período t ;

ACC_{it} = Apropriações Contábeis Totais;

AND_{it} = Apropriação Não Discricionária estimada pelos Modelos 2 e 3 da empresa i no período t ;

ε_t = Termo de Resíduos das Regressões.

Em seguida foi aplicado modelo de avaliação do oportunismo de gestores (BALL e SHIVAKUMAR, 2005), que examina as correlações entre fluxos de caixa e lucros defasados e

cujos coeficientes estão separados para companhias fechadas e companhias abertas.

Como se observa, os modelos utilizados no trabalho empregam apenas variáveis contábeis, uma vez que as companhias fechadas, objeto preponderante da investigação, não dispõem de outros dados públicos que não os contábeis; as companhias abertas, evidentemente, podem ser avaliadas por meio de modelos que usem informações públicas.

Os testes foram efetuados no pressuposto de que o gerenciamento de resultados contábeis pode ser mensurado pelas apropriações discricionárias, mas que a antecipação de registros sobre eventos futuros, efetuada de forma assimétrica, reconhecendo-se apenas as perdas econômicas previstas, pode estabelecer correlações idênticas às produzidas pelas relações analisadas em Jones (1991) e em Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

Assim, no caso de conservadorismo, espera-se que a correlação entre apropriações contábeis e fluxos de caixa contemporâneos negativos seja positiva e, quando isolada, mostra níveis mais adequados para estabelecer o gerenciamento. Ademais, por referida proposição também se examina se há sentido econômico na associação entre lucros e fluxos de caixa defasados.

Os testes buscam responder às seguintes questões:

- As sociedades por ações brasileiras praticam gerenciamento de resultados diferenciado nos lucros reportados nas demonstrações contábeis publicadas pelas companhias de capital fechado e pelas companhias de capital aberto?
- A segmentação dos efeitos de antecipação assimétrica de perdas econômicas na relação apropriações contábeis – fluxos de caixa diferencia com significância estatística as funções econômicas das apropriações contábeis?
- O comportamento dos gestores de sociedades por ação brasileiras denota características oportunistas?

Efetua-se a investigação considerando a seguinte hipótese nula:

Hipótese nula — Os gestores das sociedades por ação brasileiras praticam gerenciamento de resultados, apresentando sinais de oportunismo, tanto nas companhias de capital fechado quanto naquelas de capital aberto.

Para estimar os coeficientes de associação dos três modelos, utilizou-se a análise de dados em painel, método considerado adequado quando a amostra é composta das mesmas firmas ao longo do tempo e utiliza as mesmas variáveis (GUJARATI, 2006).

Foi usado, em cada modelo, o método que, combinando todos os dados em corte transversal e em séries temporais, estimasse o modelo com mais consistência e eficiência. Assim, foi testada a influência de variáveis não observáveis, seja por efeitos fixos, seja por efeitos aleatórios, usando para a análise final a relação estatística mais adequada, consoante explicita-se na tabela 1, com os resultados dos testes que orientam a escolha do melhor método (GREENE, 1997).

O caráter hipotético-dedutivo da pesquisa se evidencia, pois as hipóteses apresentadas foram testadas estatisticamente em regressões englobando dados globais, para se deduzir sobre o comportamento individualizado dos gestores de empresas consideradas na amostra.

Os dados primários para a pesquisa foram coletados nas demonstrações contábeis entregues por empresas sediadas no Brasil à SERASA, reconhecida empresa brasileira no ramo do gerenciamento de bancos de dados e informações para análises de balanço e para decisões de crédito e apoio a negócios que, ademais, administra o maior banco de dados do Brasil derivados de informações contábeis públicas e privadas.

Tabela 1

Escolha do Método de Estimativa

Modelo de Avaliação	Regressão Indicada	Estatísticas dos Testes		
		CHOW (F)	LM (χ^2)	W (χ^2)
Jones Modificado				
Amostra Completa	Efeitos Fixos	1,05	2,00	- 4,75
Amostra de Companhias Abertas	Efeitos Fixos	2,68	38,31	1,52
Amostra de Companhias Fechadas	Mínimos Quadrados Ordinários	0,96	11,65	-194,43
Ball e Shivakumar				
Amostra Completa	Efeitos Aleatórios	3,25	3.177,98	138,23
Amostra de Companhias Abertas	Efeitos Aleatórios	4,72	254,13	61,81
Amostra de Companhias Fechadas	Efeitos Aleatórios	3,28	3.029,37	130,57
Avaliação de Oportunismo dos Gestores	Mínimos Quadrados Ordinários	0,00	109,98	0,11

O banco de dados continha informações anuais, referentes ao período disponível naquela organização de 1989 a 2004 e relativas a 20.092 unidades societárias, com as carências dicitadas a seguir.

Como a entrega de demonstrações contábeis para a SERASA é voluntária, pode-se dizer que a amostra utilizada apresenta viés para empresas que busquem endividamento bancário – já que essa organização fornece análise de crédito para instituições bancárias e outros fornecedores –; que estejam conectadas com atividades urbanas e de melhor comunicação; e que se disponham a assumir o custo de preparação e remessa de tais relatórios.

Assim, a população para a pesquisa pode ser definida como empresas organizadas como sociedades por ação; a população-alvo restringiu-se àquelas que entregaram relatórios contábeis à SERASA; a amostra final ficou definida de forma dirigida, pois foram utilizadas apenas as empresas para as quais se dispunha da série completa de demonstrações contábeis de 1993 a 2004.

A análise foi efetuada para o período de 1995 a 2004, sendo necessária a consideração de dois anos a menos, dada a característica defasada de cálculo de alguns dos dados; ademais, o processamento das séries mais longas (1991 a 2004) não acrescentou maior significância ou poder explanatório aos modelos, mesmo considerando a alteração estrutural que se processou em 1994, com o Plano Real, na economia brasileira.

A série completa torna-se necessária porque uma das variáveis relevantes para a análise é a variação de lucros, que implica basear-se em série temporal de dados, além da característica requerida por dados balanceados em painel de séries completas, repetindo-se as observações no tempo, no caso, empresas.

Para coletar dados em painel, devem-se observar os mesmos indivíduos, empresas ou cidades ao longo do tempo. Essa mesma amostra é investigada novamente em muitos pontos subsequentes no tempo. Tal procedimento, que fornece dados do mesmo grupo em diferentes períodos, foi o adotado no estabelecimento da amostra final.

A composição da amostra completa final está demonstrada na tabela 2, em que se apresenta sua composição em termos geográficos, setoriais e de origem do controle, ficando estabelecida sua abrangência quanto a esses quesitos.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Embora a análise de supostos gerenciamentos de resultados por meio de apropriações discricionárias careça de parâmetros temporais ou setoriais de comparação ou da seleção de variáveis que possam ser causadoras do fenômeno, o procedimento adotado foi examinar a dispersão dos resíduos, representativos da apropriação discricionária.

Na discussão sobre a qualidade dos lucros divulgados pelos dois grupos de empresas em estudo, utilizam-se os dados sumarizados nas tabelas 3 e 4, nas quais se expõem as

Tabela 2
Composição da Amostra

Composição	Número	Porcentagem
Origem do Controle		
Estatual	95	3,3
Privado Estrangeiro	189	6,7
Privado Nacional	2.549	90,0
Distribuição Geográfica		
Norte	88	3,1
Nordeste	382	13,5
Centro-Oeste	97	3,4
Sudeste	1.527	53,9
Sul	728	25,7
Sem Indicação da Sede	11	0,4
Distribuição Setorial		
Administração Pública	11	0,4
Comércio	458	16,2
Construção	158	5,6
Serviços Públicos	44	1,6
Imobiliário	431	15,2
Indústria Extrativa	37	1,3
Indústria de Transformação	1.240	43,8
Intermediários Financeiros	17	0,6
Logística	159	5,6
Setor de Serviços	104	3,7
Agricultura, Pecuária, Pesca	174	6,1
Total da Amostra	2.833	

saídas da regressão do Modelo Jones Modificado e as estatísticas descritivas dos resíduos desse modelo.

Seria conveniente, então, arrolar as divergências básicas entre os dois conjuntos de empresas:

- do ponto de vista econométrico, já se destaca o reduzido poder explanatório das variáveis arroladas no modelo acerca das companhias fechadas, denotando a existência de expressivos fatores não observáveis no modelo;
- em contrapartida, a regressão que usa as companhias abertas apresenta coeficiente de determinação que supera em mais de dez vezes o das companhias fechadas (R^2 ajustado = 19,30%);
- as companhias abertas apresentam associação significativa e negativa entre o termo de receitas e o das apropriações totais, o que sugere a função de compensação entre fluxo de caixa e apropriações contábeis;
- a relação entre o imobilizado e as apropriações contábeis é ínfima nas companhias fechadas e sem significância estatística entre as companhias abertas, muito provavelmente em

Tabela 3

Análise de Gerenciamento de Resultados (Jones Modificado)

Coeficientes	Amostra Total			Companhias Abertas			Companhias Fechadas		
	Valor	Teste t	Sig.	Valor	Teste t	Sig.	Valor	Teste t	Sig.
Intercepto	0,02	6,49	0,00	-0,05	-1,16	0,24	0,02	6,29	0,00
δ_1	-9.760,01	-1,59	0,11	-946.672,2	-3,26	0,06	-9.781,23	-1,46	0,14
δ_2	0,01	0,78	0,43	-0,06	1,66	0,00	0,02	1,48	0,14
δ_3	-0,02	-3,52	0,00	0,17	-1,89	0,10	-0,02	-3,67	0,00
δ_4	0,20	3,18	0,00	0,23	1,30	0,19	0,22	3,42	0,00
R ² ajustado	1,39% (F = 1,14)			19,30% (F = 3,13)			1,16% (F = 72,19)		
N	2.525			97			2.428		

Tabela 4

Análise das Apropriações Discricionárias

Estatísticas	Amostra Total	Companhias Abertas	Companhias Fechadas
Modelo Jones Modificado			
Mediana	-0,0074	0,0016	-0,0071
Desvio Padrão	0,1890	0,1227	0,1903
Assimetria	-1,2541	2,6250	-1,4277
Intervalo	10,8828	2,0525	10,8826
Modelo Ball e Shivakumar			
Mediana	0,0057	0,0052	0,0055
Desvio Padrão	0,1469	0,1256	0,1474
Assimetria	-3,4519	-0,6070	-3,5027
Intervalo	7,1807	2,0853	7,1975

função da ausência de dados completos sobre o valor do imobilizado para todas as empresas pesquisadas;

- também se nota correlação positiva e significativa entre contas de tributos e apropriações totais nas companhias fechadas;
- do ponto de vista da análise dos resíduos verifica-se que:
 - a dispersão da distribuição das apropriações discricionárias é bem maior entre as companhias fechadas, tanto medida pelo desvio padrão quanto pelo intervalo entre os extremos, apesar do menor espectro destas quanto ao lucro, à receita e ao tamanho do ativo,
 - sua distribuição é aproximadamente normal, com pouca assimetria, o que impede especulações a respeito do propósito das apropriações discricionárias no conjunto das firmas.

O modelo das companhias fechadas exibe reduzido poder explanatório e maior dispersão da distribuição dos resíduos,

indícios de maior gerenciamento de resultados nesse grupo de empresas do que o praticado pelas companhias abertas.

Pode-se aduzir ainda – dada a indefinição de propósito das apropriações discricionárias, já que não há uma direção assimétrica positiva ou negativa na distribuição dessas apropriações – não ser possível prever motivações oportunísticas ou informacionais para as decisões dos gestores.

A limitada demanda de contratantes da empresa por dados contábeis verificáveis e informacionalmente eficientes pode conduzir os números contábeis a características determinadas aleatoriamente por interesses dos gestores, mutantes no tempo.

Outra via de explicação para o baixo poder explanatório do modelo pode estar no fato de que as variáveis explicativas são definidas de forma genérica apenas pelas receitas geradas, admitindo-se comportamento idêntico para despesas e custos transitórios, à exceção da geração de depreciação e provisões para impostos.

Assim, o modelo de Ball e Shivakumar (2006) adiciona variável de controle, expressa pelo fluxo de caixa operacional, o qual não é observado no modelo original, mas tem demonstrado empiricamente forte correlação com as apropriações contábeis, as quais são geradas a partir de informações contidas no fluxo de caixa. Na tabela 5, expõem-se de forma categórica as mudanças nos resultados da regressão, principalmente pela expressiva melhora no poder explanatório do novo modelo para as apropriações totais, agora com o coeficiente de determinação (R² ajustado) oscilando em torno de 33% a 44% (1% a 19% no modelo anterior).

Por decorrência, a dispersão dos resíduos (distribuição das apropriações discricionárias) – tabela 4 – reduz-se significativamente, valendo dizer que as variáveis introduzidas captaram boa parte da variância original.

A distribuição dos erros remanescentes mantém-se fracamente assimétrica, tornando delicada a tarefa de buscar uma motivação para o gerenciamento de resultados; ademais tais

Tabela 5

Análise do Gerenciamento de Resultados (BALL e SHIVAKUMAR, 2006)

Coeficientes	Amostra Total			Companhias Abertas			Companhias Fechadas		
	Valor	Teste t	Sig.	Valor	Teste t	Sig.	Valor	Teste t	Sig.
Intercepto	0,02	2,04	0,04	-0,03	-1,45	0,15	0,02	2,03	0,04
δ_1	-12.817	-1,76	0,08	-379.537	-1,66	0,10	-12.960,6	-1,76	0,08
δ_2	0,03	3,76	0,00	-0,02	-1,49	0,14	0,03	3,79	0,00
δ_3	-0,03	-3,95	0,00	0,05	1,24	0,21	-0,03	-3,97	0,00
δ_4	-0,09	-1,67	0,10	0,02	0,13	0,89	-0,07	-1,41	0,16
δ_5	0,00	0,27	0,79	0,01	0,86	0,39	0,00	0,28	0,77
δ_6	-0,43	-6,54	0,00	-0,17	-2,24	0,02	-0,44	-6,45	0,00
δ_7	-0,18	-2,41	0,01	-0,27	-1,35	0,18	-0,18	-2,38	0,02
R² ajustado	43,50% (F = 2.776,41)			33,30% (F = 70,10)			44,06% (F = 2.731,80)		

erros também podem estar determinados por erros fortemente dispersos na confecção dos relatórios contábeis, mercê do fraco grau de verificabilidade das demonstrações por auditores externos.

Analisando os coeficientes relativos às companhias abertas não se encontra nenhuma das variáveis originais com condição estatística de explicar as apropriações contábeis de forma diferente daquelas do modelo primitivo; ou seja, tais parâmetros continuam a apresentar-se sem significância estatística, embora tenha aumentado o poder explanatório do modelo como um todo.

Assim, embora se note que os parâmetros se alteram substancialmente em relação ao modelo de Jones Modificado, chega-se à conclusão de gerenciamento de resultados mais efetivo nesse segmento, pelo modelo ora focado, pois o maior poder explanatório pode ser entendido como decorrente do fato de que variáveis antes não observáveis (o fluxo de caixa) agora captam correlação com as apropriações contábeis representadas na variável dependente.

Já nos fatores referentes às companhias fechadas, embora também se manifestem alterações importantes em relação ao modelo primitivo, observa-se agora que as variáveis receitas e imobilizado passam a impactar a variável explicada, enquanto as rubricas de impostos perdem significância.

Fica patente a influência da introdução da variável fluxo de caixa para explicação das variações temporais e seccionais nas apropriações contábeis realizadas pelos gestores das companhias por ação brasileiras.

A avaliação dos coeficientes relacionados a essa variável leva à corroboração dos resultados de pesquisas anteriores quanto ao papel econômico desempenhado pelas apropriações contábeis, já que para o conjunto da amostra os coeficientes associados a fluxos positivos ($\delta_6 = -0,43$) e ao diferencial para fluxos negativos ($\delta_7 = -0,18$) mostram-se com correlação

negativa, não demonstrando estar relacionados com antecipação tempestiva de ganhos e perdas econômicos.

A evidência continua a indicar que o instituto das apropriações contábeis é utilizado pelas firmas brasileiras primordialmente para compensar os efeitos do fluxo de caixa na apuração do lucro e pela confrontação e casamento de receitas e despesas associadas à operação da empresa, independentemente da realização do caixa.

Outra hipótese levantada é que tal compensação, realizada nos dois sentidos, objetiva tão somente suavizar a variância temporal da série de lucros, seja num sentido cosmético, seja no sentido de autoproteção contra custos políticos e regulatórios. As evidências tendem a fortalecer a aceitação da hipótese de prática de gerenciamento de resultado, bem como da constatação de que não há antecipação tempestiva assimétrica de perdas econômicas na ocorrência de sinalização de mau desempenho futuro da firma.

Continuam difusos os motivos predominantes que levam os gestores a praticarem apropriações que não atendam à correlação esperada com os fluxos de caixa; daí surgir a hipótese de que as apropriações contábeis usadas no gerenciamento de resultado tenham conotações oportunistas.

Na tabela 6, apresenta-se o resultado da regressão do modelo que avalia o oportunismo de gestores, quando se constata que ele não possui nenhum poder explanatório (R^2 ajustado nulo), com estatística F significante para esse resultado, ou seja, o lucro e suas variações não contêm informações acerca do fluxo de caixa operacional futuro.

Tais achados viabilizam a aceitação da hipótese que caracteriza o comportamento oportunista dos gestores brasileiros na apuração e divulgação dos lucros de suas firmas, uma vez que não se detectou correlação expressiva e com significância estatística entre as variáveis de lucro contábil atual e os montantes de fluxos de caixa futuros.

Tabela 6
Avaliação de Oportunismo dos Gestores

Coeficientes	Medidas		
	Valor	Teste t	Sig.
Intercepto	0,00	0,02	0,98
γ_1	0,03	2,47	0,01
γ_2	0,01	0,33	0,74
γ_3	0,05	0,33	0,74
γ_4	0,14	0,64	0,52
γ_5	-0,00	-0,17	0,86
γ_6	-0,02	-1,94	0,05
γ_7	-0,00	-0,11	0,91
γ_8	-0,06	-0,34	0,73
γ_9	-0,07	-0,32	0,75
R² ajustado	0,00 (F = 1,07)		
N	2.703		

Mesmo sem significância estatística, procede-se à análise mais detalhada dos coeficientes relevantes para o relacionamento enfocado:

- foi constatada correlação positiva entre lucro com defasagem de dois períodos e fluxo de caixa atual para as empresas abertas, embora de valor inexpressivo ($\gamma_1 = 0,03$) e correlação também positiva (0,01) para as companhias fechadas;
- essas relações são as únicas com significância estatística e mostram pequeno diferencial nas práticas contábeis dos dois grupos de empresas sob análise;
- as variáveis binárias que controlam tal relacionamento em função de variações ocorridas no lucro no período anterior ao do fluxo de caixa, embora apresentando as relações esperadas – tanto para companhias abertas como para companhias fechadas – não apresentam coeficientes com inclinação estatisticamente diferente de zero que permitam inferências.

Desse modo, pode-se concluir que há gerenciamento de resultados, característico de comportamento oportunista de gestores, ou que os números publicados absorvem erros nas apropriações contábeis realizadas, eventos que conturbam o relacionamento esperado preditivo entre resultados contábeis e fluxos de caixa futuros.

5. CONCLUSÕES

A questão acerca da existência de gerenciamento de resultados no Brasil, já detectado em pesquisas anteriores, conforme relatado no referencial teórico, mais uma vez se afirma, agora percebida na amostra de sociedades por ação brasileiras.

A questão orientadora desta pesquisa pode ser respondida, após os testes realizados pelo modelo de apropriações discricionárias, pela não rejeição, estatisticamente significativa, da hipótese de que os gestores das sociedades por ação brasileiras praticam gerenciamento de resultados; destarte, também não se rejeita a hipótese de que esse comportamento é similar nos segmentos de companhias de capital aberto e de capital fechado.

Em seguida, o mesmo teste foi processado considerando ainda o modelo de apropriações discricionárias, agora ajustado pela segregação dos efeitos específicos que captam a antecipação tempestiva assimétrica de perdas econômicas.

As evidências confirmam os achados do modelo primitivo – de idêntico gerenciamento de resultados nas duas amostras de companhias – embora ficando demonstrado que o nível de tal gerenciamento de lucros é bem menor que o mensurado na primeira regressão.

Explica-se a melhor conformação estatística do modelo ajustado pela análise de correlação entre as apropriações contábeis e os fluxos de caixa – maior poder explanatório da regressão – pelo fato de que os coeficientes que correlacionam apropriações e fluxos de caixa captam no modelo a função específica das apropriações contábeis de antecipar tempestivamente o registro contábil de notícias econômicas que possam impactar os resultados futuros em função dos fluxos de caixa atuais.

Assim, a correlação errática e discricionária entre as demais apropriações contábeis – que caracterizam o gerenciamento de resultados no modelo de Jones Modificado – fica mais robusta, pois parte do erro estatístico está automaticamente explicado (controlado) pela relação apropriações – fluxo de caixa. Por outro lado, levantou-se uma terceira questão acerca do caráter do gerenciamento de resultados detectado, em função do interesse do gestor em praticar o gerenciamento dos resultados.

A hipótese levantada – de comportamento oportunista dos gestores – também não pôde ser rejeitada estatisticamente, a partir do teste realizado por modelo que relaciona a dependência temporal dos fluxos de caixa de lucros antecedentes; tal correlação apresentou-se totalmente errática nas amostras consideradas, valendo dizer que os gestores dos dois grupos de empresas apresentam comportamento similar.

A correlação esperada entre os agregados contábeis citados decorre da premissa de que as apropriações contábeis, exceto por erros de escrituração involuntários, são derivados do movimento de caixa subjacente: defasagem temporal entre o fato contábil e a realização do caixa ou antecipação do registro de ganhos/perdas relacionados a realizações futuras do fluxo de caixa.

Atribui-se tal resultado ao fato de que o ambiente de negócios no mercado de capital no Brasil não enseja condições de demanda por informações contábeis públicas que induzam os gestores de companhias de capital aberto a produzir relatórios contábeis com maior eficiência informacional que suas congêneres de capital fechado.

Por fim, também sugerem os resultados que os números contábeis não se prestam a ser utilizados diretamente na monitoração de contratos, dada sua peculiaridade de apresentar resultados com características estatísticas erráticas, não se aceitando as hipóteses de correlação entre os montantes de apropriação contábil e sua contrapartida em fluxos de caixa ou sua caracterização como apropriações não discricionárias.

Uma razão provável, que carece de estudos futuros que aprofundem a análise do assunto, está na evidência de que na economia brasileira os negócios financeiros repousam sobremaneira em formas contratuais privadas, cujos requerimentos informacionais para monitoramento são atendidos de maneira privada pelas nossas empresas, sejam elas companhias de capital aberto, sejam elas companhias de capital fechado. ♦

REFERÊNCIAS

- BALL, R.J.; SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v.39, n.1, p.83-128, Feb. 2005.
- _____. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.44, n.2, p.207-242, May 2006.
- BARTH, M.E.; CRAM, D.P.; NELSON, K.K. Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review*, Sarasota, v.76, n.1, p.27-58, Jan. 2001.
- BEUSELINCK, C.; DELOOF, M.; MANIGART, S. *Private equity and earnings quality*. 2005. Social Science Research Network. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>. Acesso em: 14 abr. 2006.
- BURGSTALLER, D.; HAIL, L.; LEUZ, C. *The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms*. 2006. Social Science Research Network. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>. Acesso em: 14 abr. 2006.
- COELHO, Antonio Carlos; LOPES, Alessandro Broedel. Avaliação da prática de apropriação discricionária na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem. *Revista de Administração Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.11, Edição Especial 2, p.121-144, 2007.
- COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse M. Análise empírica dos impactos dos accruals na variação do capital circulante líquido: um estudo no setor de siderurgia e metalurgia. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005. *Anais...* São Paulo: USP-FEA, 2005.
- _____. A identificação de accruals na sintaxe do lucro contábil: o caso Parmalat Brasil. *Revista de Economia e Administração*, Porto Alegre, v.12, n.2, mar./abr. 2006.
- COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse M.; SOUSA, M.A.B. Um estudo sobre a influência de accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia. *Anais...* São Paulo: Anpad, 2003.
- DECHOW, P.M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v.18, n.1, p.3-42, July 1994.
- DECHOW, P.M.; DICHEV, I.D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, Sarasota, v.77, Supplement, p.35-39, 2002.
- DECHOW, P.M.; KOTHARI, S.P.; WATTS, R.L. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v.25, n.2, p.133-168, May 1998.
- DECHOW, P.M.; SKINNER, D. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, Sarasota, v.14, n.2, p.235-250, June 2000.
- DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G.; SWEENEY, A.P. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, Sarasota, v.70, p.2, p.193-225, Apr. 1995.
- FUJI, Alessandra H. *Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil*. 2004. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- GALDI, Fernando Caio; PEREIRA, Leonel Molero; LIMA, Iran Siqueira. *Fair value* dos derivativos e gerenciamento de resultados nos bancos brasileiros. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007.
- GREENE, William H. *Econometric analysis*. 3rd ed. New Jersey: Prentice-Hall, 1997.
- GUAY, Wayne. Discussion of 'The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition'. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.44, n.2, p.243-255, May 2006.
- GUAY, Wayne; VERRECHIA, R. *Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski*. 2006. Social Science Research Network. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm>. Acesso em: 14 abr. 2006.
- GUJARATI, D. *Econometria básica*. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.
- HAYN, Carla. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, v.20, n.2, p.125-153, Sept. 1995.
- HEALY, P.M.; WAHLEN, J.M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Sarasota, v.13, n.4, p.365-383, Dec. 1999.

REFERÊNCIAS

- JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.29, n.2, p.193-228, Autumn 1991.
- KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.33, n.2, p.353-367, Autumn 1995.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P.D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.69, n.3, p.505-527, Sept. 2003.
- MARTINEZ, Antonio Lopo. "Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- _____. Como o mercado reage à surpresa nos lucros? Resultados inesperados e retornos. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5., 2005, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005.
- PEEK, E.; CUIJPERS, R.; BUIJINK, W. *Creditors' and shareholders' demand for accounting conservatism in public versus private firms: evidence from Europe*. 2006. Social Science Research Network. Disponível em: <papers.ssrn.com/sol3/DisplayAbstractSearch.cfm. 2006>. Acesso em: 14 abr. 2006.
- TUKAMOTO, Yhurika S. *Contribuição ao estudo do 'gerenciamento' de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs*. 2005. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- VISVANATHAN, G. Deferred tax valuation allowances and earnings management. *Journal of Financial Statement Analysis*, New York, v.3, n.4, p.6-19, Summer 1998.

ABSTRACT

Earnings management in Brazil: comparing private and public companies

This research aims to verify the existence of earnings management in the Brazilian corporations' financial statements; also, we examine differences in the level of earnings management between public and private companies. The paper employs three metrics estimating the presence of earnings management in Brazil. Discretionary accruals (DECHOW, SLOAN and SWEENEY, 1995) and managers' opportunist behavior (BALL and SHIVAKUMAR, 2005) models are applied; another model is tested; it segregates the functions of accounting accruals (BALL and SHIVAKUMAR, 2006). The hypothesis adopted is that informational efficiency isn't contained in the published earnings by Brazilian companies in order to reduce informational asymmetry between managers controlling the firms and users of the accounting information. Additionally, it was supposed that there is not significant difference between the behavior of managers of public and closely held corporations. The findings of the research reveal the presence of earnings management in both companies with each employed metrics. The data base for the research was supplied by SERASA, with accounting information over 2,833 Brazilian firms covering the period from 1995 to 2004.

Keywords: earnings management, discretionary accruals, manager's opportunism, public company, private company.

RESUMEN

Gerencia de resultados contables en Brasil: comparación entre compañías de capital cerrado y de capital abierto

El objetivo de esta investigación es analizar la gerencia de resultados en las compañías de capital abierto y examinar, además, se existen diferencias en el nivel de dicha gerencia entre las compañías de capital abierto y de capital cerrado. Se utilizan tres parámetros para evaluar la presencia de comportamiento oportunista de gestores en la divulgación de resultados contables en Brasil. Se aplican los modelos de apropiaciones discrecionales (DECHOW, SLOAN y SWEENEY, 1995), comportamiento oportunista de los gestores (BALL y SHIVAKUMAR, 2005) y separación de las funciones de las apropiaciones contables (BALL y SHIVAKUMAR, 2006). Se adopta la hipótesis de que las ganancias que las empresas brasileñas publican no presentan eficiencia informativa que reduzca la asimetría informativa entre los gestores y los usuarios de la información contable pública. Además, se supone que no hay diferencia significativa entre el comportamiento de los gestores de compañías de capital abierto y el de los de compañías de capital cerrado. Los hallazgos de la investigación revelan la presencia de gerencia de resultados contables en los dos tipos de empresas estudiados. La base de datos para la investigación fue aportada por SERASA e incluye información sobre la contabilidad de 2.833 compañías brasileñas, en el período de 1995 a 2004.

Palabras clave: gerencia de resultados, apropiaciones discrecionales, oportunismo de gestores, compañía de capital abierto, compañía de capital cerrado.