

**Previsão de Lucro por Analistas e Gerenciamento de Resultados: Evidências Empíricas  
no Mercado Acionário Brasileiro**

**RENATO HENRIQUE GURGEL MOTA**

*Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis*

**AUGUSTO CEZAR CUNHA SILVA FILHO**

*Universidade Federal Rural do Semi-Árido*

**A TELMO FERREIRA DE OLIVEIRA**

*Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis*

**EDILSON PAULO**

*Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis*

**RESUMO**

Diante da relevância da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro e as estimativas realizadas por analistas de mercado, o presente artigo tem por objetivo analisar se há gerenciamento de resultados entre empresas que atingiram ou não o lucro previsto por esses analistas. Especificamente, este trabalho pretende: a) separar as empresas entre grupos que atingiram ou não lucro previsto pelos analistas; b) verificar o gerenciamento de resultados entre os grupos através dos *accruals* discricionários; c) analisar o nível de gerenciamento de resultados entre os grupos. Trata-se de uma pesquisa empírico-analítica e sua amostra é composta por: a) empresas com ações negociadas na BM&FBovespa, com exceção das entidades financeiras e seguradoras por possuírem características que as distinguem dos demais ramos de atividade; e b) empresas com informações de previsão de lucro pelos analistas no banco de dados da *Thomson Reuters*®. O estudo utiliza os *accruals* discricionários como *proxy* de gerenciamento de resultados, para tanto, utilizou-se o modelo proposto por Paulo (2007), o qual aprimora os modelos existentes (Jones, 1991; Pae, 2005; Dechow & Dichev, 2002), ao incluir variáveis relacionadas aos efeitos do gerenciamento das atividades operacionais sobre a estimação dos *accruals*. Através de uma regressão de dados em painel com estimador *between*, a hipótese de que as firmas que atingiram os lucros previstos por analistas de mercado gerenciam seus resultados por meios de *accruals* discricionários, não foi rejeitada. Portanto, a partir dos resultados encontrados, conclui-se que há evidências de que as empresas brasileiras utilizam de gerenciamento de resultados para atingir o lucro previsto por analistas de mercado.

**PALAVRAS-CHAVE:** Gerenciamento de resultados. *Accruals* discricionários. Previsão de lucros.

## 1 INTRODUÇÃO

As informações contidas no relatório contábil-financeiro das entidades são elaboradas e apresentadas com o objetivo de fornecer informações úteis para a tomada de decisões pelos usuários externos em geral. A sua utilidade é representada pela sua capacidade de fazer diferença na tomada de decisões, ou seja, quando ela pode ser utilizada como entrada de dados para prever resultados futuros e, ainda, confirmar ou não essas avaliações prévias. É o que reza a característica qualitativa fundamental da relevância, ao afirmar que a informação contábil-financeira tem valor preditivo e confirmatório (CPC 00, 2012).

Aliado a isso, espera-se com a convergência às Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS), que as empresas brasileiras apresentem informações fidedignas quanto à realidade econômica das entidades. Existem diversas normas e regras que norteiam o processo de reconhecimento, mensuração e divulgação das informações contábeis, objetivando, com isso, a padronização e a geração de informações mais confiáveis e relevantes.

Entretanto, o gestor pode se deparar com situações em que é possível optar entre uma ou outra forma de reconhecimento e mensuração dos eventos econômicos. Assim, algumas dessas normas permitem certa discricionariedade na escolha dos métodos a serem adotados e que essa decisão, algumas vezes, é motivada por fatores exógenos à empresa, tais como: o desejo de preservar o cargo, pressão dos acionistas por resultados melhores, ambição por bonificações significativas, dentre outras (Martinez, 2001).

Paulo (2007) considera que a manipulação das informações contábeis é o conjunto de práticas desenvolvidas pelos administradores através de escolhas contábeis ou de alterações das atividades operacionais da empresa, com o objetivo de interferir, intencionalmente, na informação reportada.

Diversos estudos abordaram a manipulação da informação contábil mediante escolhas contábeis, em sua maioria, verificou se os *accruals* discricionários são utilizados por gestores e contadores como mecanismo para gerenciar os resultados, por exemplo: McNichols e Wilson (1988); Jones (1991); Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Kang e Sivaramakrishnan (1995); Martinez (2001); Fuji (2004); Tukamoto (2005); Almeida, Lopes, Moraes e Toniato (2005).

O gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis discricionárias tem sido estudado sobre diversos aspectos, dentre eles, quanto a sua implicação na previsão de fluxos de caixa futuros (Holthausen & Leftwich, 1983; Healy & Wahlen, 1999; Beneish, 2001). Incluem-se nesses estudos aqueles cujas escolhas revelam informações privilegiadas da empresa sobre perspectivas futuras (Holthausen, 1990; Watts & Zimmerman, 1990; Subramanyan, 1996; Demski, 1998; Degeorge, Patel & Zeckhauser, 1999; Almeida *et al.*, 2005; Louis & Robinson, 2005).

Outro ramo de pesquisa explica que o gerenciamento de resultado envolve as escolhas contábeis e motivos contratuais da empresa em manter os *covenants* e outras restrições ou potencializar a obtenção de empréstimos (Holthausen, 1990; Watts & Zimmerman, 1990; Healy & Whalen, 1999).

Alguns estudos afirmam que os gestores fazem escolhas contábeis, especificamente através dos *accruals* discricionários, com o objetivo de “maquiar” o verdadeiro desempenho econômico da empresa e melhorar o bem-estar dos gestores em detrimento dos investidores (Dechow & Skinner, 2000; Beneish, 2001; Nelson, Elliott e Tarpley, 2002; Hribar & Jenkins, 2004; Jensen, 2005; Badertscher, 2011). Ainda dentro dessa linha de pesquisa, a literatura tem estudado a operacionalização do gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis com a intenção de atender ou superar o lucro previsto por analistas de mercado. Nessa linha de pesquisa destacam-se os estudos de Graham, Harvey e Rajgopal (2005), Degeorge *et al.*

(1999), Matsumoto (2002), Ayers, Jiang e Yeung (2006). Esses estudos são conhecidos na literatura internacional por “*opportunistic meet-or-beat perspective*” (OP-MB).

Dentre as pesquisas sobre OP-MB, Badertscher, Collins e Lys (2012), utilizando uma base de dados com empresas que republicaram suas demonstrações por solicitação da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e um modelo OP-MB para separar as empresas que atingiram ou não a previsão de lucros dos analistas de mercado, encontraram diferenças significativas entre as amostras. Dentre as empresas do primeiro grupo (OP-MB), os demonstrativos originais não apresentaram relação significativa com os fluxos de caixa futuros da empresa, enquanto que nas empresas do segundo grupo (*non* OP-MB), foram os demonstrativos originais que possuíam maior valor preditivo.

Graham *et al.* (2005) realizaram uma pesquisa com executivos financeiros e quando perguntado “porque sua empresa tenta atender benchmarks de lucro”, mais de 80% dos respondentes concordaram ou concordaram fortemente que os incentivos baseados no mercado de capitais e, em menor grau, os incentivos relativos a reputação gerencial (77,4%) foi o que determinou escolhas contábeis de sua empresa. Curiosamente, 74% dos executivos financeiros pesquisados concordaram ou concordaram fortemente que “atender benchmarks de lucro nos ajuda a transmitir as nossas perspectivas de crescimento futuro para os investidores”. Entretanto, 80% dos CFOs entrevistados indicaram que iriam se envolver em gerenciamento de transações reais como atrasar projetos de pesquisa e desenvolvimento, publicidade e gastos com manutenção a fim de atingir metas de lucros. Com esse mesmo objetivo, 55% reconheceram que iria sacrificar o valor da empresa, atrasando o início de projetos com valor presente líquido positivo.

Diante da relação entre o gerenciamento de resultados e a previsão de lucros pelos analistas de mercado, surge o seguinte problema desta pesquisa: **Existe diferença quanto ao gerenciamento de resultados entre empresas com ações negociadas na BM&FBovespa que atingiram ou não o lucro previsto por analistas de mercado?** Assim sendo, este estudo objetiva analisar se a manipulação das informações contábeis difere entre empresas que atingiram ou não o lucro previsto por analistas de ações de empresas cotadas na BM&FBovespa. Especificamente, pretende-se: a) separar as empresas entre grupos que atingiram ou não o lucro previsto pelos analistas; b) verificar o gerenciamento de resultados entre os grupos através dos *accruals* discricionários; c) analisar o nível de gerenciamento de resultados entre os grupos.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Gerenciamento de resultados**

O conjunto de relatórios contábeis exerce um papel fundamental na redução da assimetria da informação ao divulgar a situação patrimonial e financeira de uma empresa, pois os acionistas não têm o mesmo nível de informação que os gestores da empresa. Assim, a divulgação dos demonstrativos elaborados pela contabilidade tenta minimizar os conflitos de interesses existentes entre o principal (acionistas) e o agente (executivo).

Apesar dos demonstrativos contábeis serem importantes na diminuição da assimetria informacional, algumas normas permitem que os gestores, por meio de escolhas contábeis, apresentem um resultado enviesado. O tema gerenciamento de resultados vem sendo estudado há décadas, mas ainda não existe um consenso quanto ao seu conceito.

Martinez (2001, p. 12), baseado nos estudos de Schipper (1989) e Healy e Whalen (1999), menciona que gerenciamento de resultados contábeis caracteriza-se fundamentalmente como alteração proposital dos resultados contábeis, visando alcançar ou atender a motivação particular, ou seja, a gestão “manipula” os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade do negócio. O autor ainda alerta para a

diferenciação entre gerenciamento de resultados e fraude contábil, isto é, o primeiro opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, mas nos pontos em que facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade econômica do negócio, e sim, em função de outros incentivos, que levam a desejar reportar um resultado distinto.

De acordo com Machado e Beuren (2014), os estudos sobre o tema gerenciamento de resultados, ou *earnings management*, teve início com os trabalhos de Healy (1985), DeAngelo (1986), Schipper (1989) e Jones (1991). Esses trabalhos destacaram-se pela criação de modelos para detecção e estimação de *accruals* discricionários, posteriormente, aperfeiçoados por outros autores. Os modelos mais utilizados no gerenciamento de resultados, que utilizam como *proxi* de gerenciamento os *accruals* discricionários, são os modelos de Kang e Sivaramakrishnan - KS (1995); Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Jones (1991); Pae (2005); Teoh, Welch e Wong (1998).

Na literatura brasileira foram realizados diversos estudos no campo do gerenciamento de resultados relacionando-o com índices de econômico-financeiros, auditoria, lucro tributário, governança entre outros. Dentre essas pesquisas, cabe mencionar as constantes na Tabela 1.

Tabela 1- Pesquisas sobre gerenciamento de resultados no Brasil.

Artigo	Descrição	Método
Martinez (2006)	O estudo apontou que companhias abertas brasileiras gerenciam despesas com amortização, depreciação, provisões e reavaliações com a intenção de reduzir a variabilidade do lucro.	Adaptado de Bartov (1993)
Lopes e Tukamoto (2007)	Uma análise dos histogramas das demonstrações consolidadas e individuais para cada empresa indicou o gerenciamento de resultados contábeis através de transações entre empresas interligadas. Contudo, as hipóteses da pesquisa para gerenciamento de resultados não foram confirmadas.	Thomas, Herrmann e Inoue (2004)
Rodrigues (2007)	Através de análise por histograma, encontrou indícios de gerenciamento de resultado. Contudo, utilizando técnicas de regressão e correlação, não foram encontradas evidências estatisticamente significativa de gerenciamento de resultado por meio das receitas e despesas não operacionais.	Histograma, correlação e regressão.
Paulo, Martins e Corrar (2007)	Apresentou evidências de que a análise do diferimento tributário não aumenta o poder preditivo dos modelos analisados, no caso, Jones Modificado e Kang e Sivaramakrishnan (KS).	Jones Modificado e KS
Coelho e Lopes (2007)	A pesquisa indicou a existência de gerenciamento de resultados contábeis em empresas com ações negociadas na Bovespa, contudo, não foi possível afirmar que essa prática estivesse associada aos níveis de endividamento.	Jones Modificado
Vasconcelos, Miyashiro, Reis e Paulo (2008)	O estudo buscou compreender a relação entre o gerenciamento de resultados e entre cias cobertas ou não por empresas de <i>rating</i> . Como resultado, não foram encontrados níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes entre os grupos.	Jones e KS
Martinez e Cardoso (2009)	Os autores encontraram evidências significativas de que empresas brasileiras tomam decisões operacionais para gerenciar os números contábeis através de despesas de vendas, gerais e administrativas, nível de produção.	KS e Zang (2005)
Paulo e Leme (2009)	Essa pesquisa buscou verificar se existem diferenças significativas entre os níveis de <i>accruals</i> discricionários em relação ao período de anúncio das demonstrações contábeis das cias abertas, mas os resultados não validaram a hipótese de que companhias abertas gerenciam resultados com o intuito de antecipar a divulgação das demonstrações contábeis.	Jones Modificado e KS

Nardi, Silva, Nakao e Valle (2009)	A pesquisa encontrou uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e custo da dívida.	KS
Formigoni, Antunes e Paulo (2009)	Este estudo buscou conhecer a composição da diferença entre o resultado contábil tributável ( <i>book-tax differences</i> ) por meio de gerenciamento de resultados contábeis ou gerenciamento de tributos. Contudo, os modelos utilizados não deram suporte para concluir que houvesse manipulação de resultados e/ou tributos.	KS e Pae (2005)
Murcia e Wuerges (2011)	Os autores encontraram que um aumento no <i>disclosure</i> econômico diminui o nível de <i>accruals</i> discricionários.	Jones (1991)
Almeida, Lopes e Corrar (2011)	As evidências desse estudo indicam que empresas gerenciam resultados para manter o valor de mercado maior que o valor patrimonial.	KS
Formigoni, Antunes, Paulo e Pereira (2012)	Esse estudo verificou se o gerenciamento de resultados contábeis é incentivado por questões tributárias, contudo, devido ao baixo poder preditivo dos modelos econométricos, não essa relação não pôde ser confirmada.	McNichols e Wilson (1988), Jones modificado e KS.
Ferreira, Martinez, Costa e Passamani (2012)	Os autores encontraram uma relação diretamente proporcional entre <i>book-tax differences</i> (BTD) e os <i>accruals</i> discricionários. Além disso, eles encontraram evidências de que o tamanho da firma e a adoção do regime tributário de transição apresentou uma relação inversamente proporcional ao nível dos <i>accruals</i> discricionários.	Jones Modificado
Rezende e Nakao (2012)	Os resultados dessa pesquisa indicam evidência de que existe uma relação negativa entre lucro tributável e gerenciamento de resultados.	KS
Erfurth e Bezerra (2013)	Esse artigo objetivou investigar a relação entre os segmentos de Governança Corporativa (GC) e práticas de gerenciamento de resultados. Como resultado, não foram encontradas diferenças no nível de gerenciamento dos lucros entre os segmentos de GC.	KS

Fonte: Dados da pesquisa

As pesquisas anteriores utilizaram adaptações ou modelos tradicionais da literatura internacional, contudo, Paulo (2007) verificou a validade teórica e empírica dos principais modelos usados na detecção dos *accruals* discricionários. Com base nessa análise, o estudo também propõe um modelo de detecção de gerenciamento de resultados que considera incentivos e custos associados a prática de manipulação oportunística das informações contábeis. Utilizando uma amostra com empresas do mercado de capitais brasileiro, americano e demais mercados latino-americanos, os resultados da pesquisa mostraram que modelos operacionais da literatura corrente são fracamente especificados e ainda apresentam baixo poder preditivo. Também verificou-se que o modelo proposto no estudo apresentou maior poder explicativo do comportamento dos *accruals* em todos os ambientes estudados. Em seu estudo, foi encontrado um  $R^2=0,400$ , enquanto o modelo PAE, Jones e KS apresentaram um  $R^2$  de 0,214, 0,048 e 0,038.

O modelo proposto por Paulo (2007) apresentou um maior grau de ajustamento que os modelos tradicionais de estimação dos *accruals* discricionários. Sendo assim, esta pesquisa diferencia-se das demais por utilizar o modelo Paulo (2007) para estimação dos *accruals* discricionários.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Tipologia da pesquisa

A fim de responder ao problema de pesquisa, será utilizada a abordagem metodológica empírico-analítica. Trabalhos com essa abordagem apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Suas respostas



têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais (Martins, 2002).

### 3.2 População e amostra

A população da pesquisa é composta por todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), com exceção das entidades financeiras e seguradoras por possuírem características que as distinguem dos demais ramos de atividade, tais como, a regulação por parte do Banco Central do Brasil.

Para compor a amostra será necessário que as informações necessárias para a estimação dos modelos utilizados nos testes de gerenciamento de resultados estejam disponíveis na base de dados do *Thomson Reuters*® (os modelos serão descritos no item 6.3).

Além disso, as amostras serão segregadas entre aquelas que atingiram ou não a previsão de lucros pelos analistas de mercado. Nesse caso, para fazer parte da amostra, será necessário dispor da previsão de lucro pelos analistas de mercado, obtido através do banco de dados da *Thomson Reuters*®. A amostra para empresas com resultado acima da previsão do lucro pelos acionistas (PREVac) e abaixo (PREVab) será composta por empresas que publicaram em um lucro superior e inferior à previsão de lucro realizada pelos analistas de mercado, respectivamente. Então, a amostra será segregada entre BKpos e BKneg da seguinte forma:

$$PREVac = LD_{ji} \geq PA_{ji} \quad e \quad PREVab = LD_{ji} \leq PA_{ji}$$

Onde,

$LD_{ji}$  = lucro por ação divulgado pela firma  $j$  para o período  $t$ ;

$PA_{ji}$  = previsão pelos analistas de mercado de lucro por ação da firma  $j$  para o período  $t$ .

Tendo em vista que as empresas de capital aberto brasileiras passaram a emitir seus demonstrativos no padrão IFRS a partir de 2010, então essa análise fica restrita as informações contábil-financeiras trimestrais dos exercícios de 2011 ao terceiro trimestre de 2014.

### 3.3 Hipótese da pesquisa

A fim de atender aos objetivos da pesquisa, o estudo será norteado pela seguinte hipótese de pesquisa:

*Hipótese 1:* As firmas que atingiram os lucros previstos por analistas de mercado gerenciam ou seus resultados por meios de *accruals* discricionários.

Essa hipótese está suportada no estudo de Graham *et al.* (2005), como dito anteriormente, em que através de uma *survey* com executivos relataram utilizar-se de escolhas contábeis de *accruals* para atender benchmarks de lucro em níveis significativos. Corroborando com esse estudo, Badertscher *et al.* (2012) encontraram diferenças significativas na relação entre o fluxo de caixa futuro e as informações patrimoniais utilizando o modelo OP-MB de segregação das firmas.

Diversos estudos encontraram evidências de que os gestores procuram evitar “surpresas” na divulgação dos resultados, especialmente, quanto à apresentação de resultados negativos ou abaixo das expectativas dos analistas de mercado, pois, tal fato afeta negativamente a avaliação do desempenho dos gestores (Payne & Robb, 2000; Brown, 2001; Burgschahler & Eames, 2001).

Dentre outros estudos que corroboram com essa hipótese destaca-se o estudo de Skinner e Sloan (2001) em que foi encontrado que o mercado financeiro apresenta maior reação à divulgação de lucros abaixo de esperado. Tal fato sugere que pode haver um maior incentivo

para gerenciamento de resultados em empresas que superaram as previsões dos analistas. Por isso, deve-se pesquisar se realmente isso acontece no Brasil, pois o gerenciamento de resultados aumenta a assimetria informacional, sendo assim, prejudicial ao mercado de capitais.

### 3.4 Descrição do modelo para detecção de gerenciamento de resultados

Para responder a hipótese da pesquisa este estudo utilizará os *accruals* discricionários como proxy para gerenciamento de resultados. Para tanto, a presente pesquisa seguiu os seguintes passos:

1º Passo – estimação dos parâmetros da regressão referente aos *accruals* totais;

2º passo – mensuração dos *accruals* totais;

3º Passo – decomposição dos *accruals* discricionários e não discricionários

4º Passo – Verificação da relação significativamente relevante entre os *accruals* discricionários estimados e os incentivados.

No primeiro passo, utilizou-se o modelo proposto por Paulo (2007), aqui denominado de Modelo Paulo, em que aprimora os modelos existentes (Jones, 1991; Pae, 2005; Dechow & Dichev, 2002) ao incluir variáveis relacionadas aos efeitos do gerenciamento das atividades operacionais sobre a estimação dos *accruals*. O modelo Paulo foi utilizado para detecção dos *accruals* totais, com uma adaptação do modelo original apenas quanto à variável “Int” (Intangível), ao invés da variável “AD” (ativo diferido). Isso deve-se as recentes atualizações ocorridas nas normas brasileiras de contabilidade. Então, o modelo utilizado na presente pesquisa para estimação dos *accruals* totais pode ser descrito da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 AccT_{it} = & \alpha + \beta_{1i}Rec_{it} + \beta_{2i}CD_{it} + \beta_{3i}Imob_{it} + \beta_{4i}Int_{it} + \lambda_1FCO_{it} + \lambda_2Res_{it} + \\
 & \lambda_3Res_{it}^2 + \lambda_4\Delta Res_{it-1} + \lambda_5D\Delta Res_{it-1} + \lambda_6\Delta Res_{it-1} * D\Delta Res_{it-1} + \\
 & \lambda_7Acct_{it-1} + \gamma_1An\_Prod_{it} + \gamma_2An\_DO_{it} + \gamma_3An\_CFO_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Em que:

$AccT_{it}$  = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*, ponderados pelos ativos totais do final do período t-1;

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

$CD_{it}$  = custos e despesas operacionais da empresa *i* no período *t*, excluindo as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período t-1;

$Imob_{it}$  = ativo imobilizado da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

$Int_{it}$  = ativo intangível da empresa *i* no final do período *t*, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

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

$Res_{it}$  = resultado contábil da empresa *i* no período *t*, ponderado pelos ativos totais no final do período t-1;

$\Delta Res_{it-1}$  = variação no lucro líquido contábil da empresa *i* do ano t-2 para o ano t-1 ponderada pelo valor do ativo total no início do ano t-2;

$D\Delta Res_{it-1}$  = variável *dummy* para existências de variação negativa no lucro líquido contábil da empresa *i* do ano *t-2* para o ano *t-1*, assumindo valor 1 se  $\Delta Res_{it-1} < 0$ , e 0 caso contrário;

$AccT_{it-1}$  = *accruals* totais da empresa *i* no período *t-1*, ponderados pelos ativos totais do final do período *t-2*;

$An\_Prod_{it}$  = comportamento anormal dos custos de produção da empresa *i* no período *t*;

$An\_DO_{it}$  = comportamento anormal das despesas operacionais da empresa *i* no período *t*;

$An\_CFO_{it}$  = comportamento anormal dos fluxos de caixas operacionais da empresa *i* no Período *t*;

$\varepsilon_{it}$  = termo de erro da regressão

$\alpha$ ,  $\beta$ 's,  $\lambda$ 's,  $\gamma$ 's = coeficientes estimados da regressão.

Os coeficientes da Equação 1 foram estimados através de uma regressão do tipo *pooling of independent cross sections*. Foi usada uma *dummy* para cada período com exceção do primeiro trimestre de 2011, para evitar que haja colinearidade perfeita. Neste caso, foram incluídas quatorze (14) *dummies* referentes ao segundo trimestre de 2011 ao terceiro trimestre de 2014. Em cada regressão foram realizados os testes F de Chow e o teste de Hausman a fim de identificar qual modelo (efeitos fixos ou aleatório) é mais adequado.

Uma das suposições do modelo é que a estimação dos parâmetros seja efetuada separadamente por setor econômico, com o intuito de estimar *accruals* discricionários mais consistentes. Portanto, seguindo a classificação do Bovespa para as empresas da amostra, dos nove setores identificados, foram criadas *dummy* para cada um deles, exceto para o setor de bens industriais.

O comportamento anormal dos custos de produção, das despesas operacionais e do fluxo de caixa operacional foi obtido através das seguintes equações:

$$An\_Prod_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1(R_{it}) + \beta_2(\Delta R_{it}) + \beta_3(\Delta R_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$An\_CFO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1(R_{it}) + \beta_2(\Delta R_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} An\_DO_{it} &= \log \left( \frac{DO_{it}}{DO_{it-1}} \right) \\ &= \alpha_0 + \beta_1 \log(R_{it}) + \beta_2 \log(R_{it}) \times DR_{it} + \beta_3 \log(R_{it-1}) \\ &\quad + \beta_4 \log(R_{it-1}) \times DR_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

Em que:

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

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

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

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

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



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

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

$\alpha, \beta$ 's = coeficientes estimados da regressão.

No segundo passo, baseado nos coeficientes encontrados no primeiro passo e nos valores reais das variáveis, calculou-se os *accruals* não discricionários. No terceiro passo, estima-se os *accruals* discricionários pela diferença entre os *accruals* totais (passo 1) e os *accruals* não discricionários (passo 2), como proposto por McNichols e Wilson (1988) conforme equação seguinte:

$$AD_t = Acc_t - NDA_t \quad (5)$$

Em que:

$AD_t$  = *accruals* discricionários da empresa no período  $t$ ;

$AccT_t$  = *accruals* totais da empresa no período  $t$ ;

$NDA_t$  = *accruals* não-discricionários da empresa no período  $t$ ;

No quarto passo, após obter os valores dos *accruals* discricionários, utilizou-se o modelo proposto por McNichols e Wilson (1988) para detecção de gerenciamento de resultados através dos *accruals*, também utilizado no modelo Paulo. O modelo é descrito como segue:

$$AD_{it} = \alpha + \beta(PART)_{it} + v_t \quad (6)$$

Em que:

$AD_t$  = *accruals* discricionários estimados da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$(PART)_{it}$  = *dummy* para separa as empresas com incentivos para gerenciamento de resultados, no caso,  $PREV_{AC}$  e  $PREV_{AB}$ , sendo 1 para as empresas da primeira amostra e 0 para a segunda;

$\alpha, \beta, v_t$  = coeficientes estimados da regressão.

Segundo McNichols e Wilson (1988), caso o  $\beta$  estimado seja significativamente maior que zero ( $\beta > 0$ ), é possível considerar que existem evidências de que as empresas gerenciam os resultados contábeis através dos *accruals* discricionários para atingir o lucro previsto pelos analistas.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

De acordo com os dados coletados na base de dados da Thomson Reuters®, de um total de 363 empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro, foram excluídas 56 empresas da amostra por atuarem no setor financeiro, e outras 169 empresas foram excluídas da amostra por não apresentarem dados suficientes, especialmente, a previsão de lucro por analistas de mercado. Sendo assim, trata-se de um painel desbalanceado, tendo em vista que não foi necessário que cada empresa apresentasse a previsão de analistas para todos os períodos.

De acordo com Hair, Black, Babin, Anderson e Tatham (2009), as observações atípicas devem ser mantidas a menos que exista prova demonstrável que estão verdadeiramente fora

do normal e que não são significativas a quaisquer observações na população. Nesse estudo, foram mantidas todas observações atípicas.

Para calcular os *accruals* totais, inicialmente, calculou-se os coeficientes dos comportamentos anormais dos custos de produção, das despesas operacionais e dos fluxos de caixas operacionais para posterior estimação dessas variáveis com base nos valores reais. Os coeficientes encontrados estão dispostos na Tabela 2.

Tabela 2– Descrição da regressão dos comportamentos anormais

Variáveis	<i>An_Prod<sub>it</sub></i>		<i>An_CFO<sub>it</sub></i>		<i>An_DO<sub>it</sub></i>	
	Coeficientes	Sig.	Coeficientes	Sig.	Coeficientes	Sig
C	-0,0107818	0,227	.00055	0,968	-.0411236	0,005***
$1/A_{t-1}$	-11500000	0,161	16000000	0,035* *		
$R_{it}$	0,8514476	0,000** *	.0139244	0,408		
$\Delta R_{it}$	-0,0006784	0,940	.0079969	0,532		
$\Delta R_{it-1}$	-0,0002284	0,963				
$\text{Log}(R_{it})$					.3446496	0,000***
$\text{Log}(R_{it}) \times DR_{it}$					-.160792	0,111
$\text{Log}(R_{it-1})$					-.152368	0,001***
$\text{Log}(R_{it-1}) \times DR_{it-1}$					.317743	0,000***
Descrição	Efeitos aleatórios		Efeitos aleatórios		Efeitos aleatórios	
R <sup>2</sup>	0,9383		0,2084		0,133512	
R <sup>2</sup> Ajustado	-		-		-	
Wald $\chi^2$	2034,29		427,53		203,72	
Prob (Wald $\chi^2$ )	0,0000***		0,0000****		0,0000	
Jarque-Bera ( <i>p-value</i> )	0,0000***		0,0000***		0,0000***	
White heteroskedasticity test ( <i>p-value</i> )	0,0000***		0,0591**		0,0000***	
Wooldridge test for autocorrelation ( <i>p-value</i> )	0,4019		0,0000***		0,0000***	
VIF	1,36		1,94		3,79	

\*\* estatisticamente significativa ao nível de confiança de 5%.

\*\*\* estatisticamente significativa ao nível de confiança de 1%.

Fonte: dados da pesquisa

Os coeficientes do comportamento anormal dos custos de produção (*An\_Prod<sub>it</sub>*) foram obtidos através da uma regressão de dados em painel com efeitos aleatórios e após controlar os efeitos da heteroscedasticidade dos resíduos através dos erros padrões robustos. O modelo consegue explicar 93,83% (R<sup>2</sup>) das variações da variável dependente, contudo, apenas a variável referente às receitas líquidas apresentou significância estatística. Também foram incluídas no modelo variáveis de controle quanto ao tempo (trimestre) e quanto ao setor. Nesse aspecto, as variáveis com significância estatística foram: “1.2013”, “1.2014” e “2.2014” em relação ao tempo e a variável “setor3” que representa o consumo cíclico. Verificou-se que esse modelo não apresentou problema de autocorrelação e de multicolinearidade, pois o teste *Wooldridge* foi maior que o nível de significância adotado nesta pesquisa (5%) e VIF (1,36) foi próximo a um. O mesmo resultado satisfatório não foi encontrado quanto a normalidade dos resíduos, pois o teste de White foi menor que 5%.

O comportamento anormal do fluxo de caixa operacional (*An\_CFO<sub>it</sub>*) apresentou R<sup>2</sup> de 20,84 e apenas a variável “ $1/A_{t-1}$ ” apresentou significância estatística (sig. < 0,05) e uma regressão de dados em painel com efeitos aleatórios. Quanto as *dummies* para tempo, nesse

caso, apenas as variáveis referentes aos primeiros trimestres dos anos de 2012, 2013 e 2014 não foram significativas. Já, em relação ao setor, somente o setor de construção civil foi significativo. O modelo não apresentou problema de heteroscedasticidade já que o teste de *White* foi maior que 0,5% e nem de multicolinearidade, contudo, o modelo apresentou problemas de autocorrelação serial e de não normalidade dos resíduos.

Em relação ao comportamento anormal das despesas operacionais, o modelo apresentou um  $R^2$  de 13,35% e apenas a variável “ $\text{Log}(R_{it}) \times DR_{it}$ ” não apresentou significância estatística, após obtenção dos erros padrões robustos a fim de controlar os efeitos da heteroscedasticidade dos resíduos. As variáveis de controle para tempo apresentaram significância estatística para todos os trimestres, com exceção dos primeiros trimestres de 2012, 2013 e 2014, assim, como ocorrido em *An\_CFO*, e ainda para o terceiro trimestre de 2013. O modelo apresentou problemas de autocorrelação (Wooldridge test  $< 0,05$ ), de não normalidade dos resíduos (Jarque-Bera  $< 0,05$ ) e de multicolinearidade VIF (3,79).

O pacote estatístico utilizado não fornece o  $R^2$  ajustado para regressões de dados em painel com efeitos aleatórios, portanto, os valores apresentados não estão ajustados pelas quantidades de variáveis incluídas no modelo. No que tange a adequação dos modelos, o teste Wald  $\chi^2$  é utilizado em regressões de dados em painel com efeitos aleatórios, e este apresentou significância estatística em todos os casos.

Observa-se que alguns testes não apresentaram resultados satisfatórios para normalidade, autocorrelação e heteroscedasticidade. Porém, com base na teoria do limite central, Wooldridge (2002) afirma que em amostras grandes, os estimadores dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) satisfazem normalidade assintótica. Portanto, o pressuposto de normalidade foi relaxado. Nesse caso, os coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, até mesmo na presença de autocorrelação e heteroscedasticidade. Sendo assim, as regressões foram estimadas com todas as variáveis incluídas no modelo.

Após a estimação do comportamento anormal dos custos, despesas e do fluxo de operacionais, procedeu-se com a regressão para detecção dos *accruals* discricionários proposto por Paulo (2007), com adaptações para esta pesquisa. Os resultados estão descritos na Tabela 3.

Tabela 3 - Descrição da regressão dos *accruas* totais

Variáveis	<i>AccT<sub>it</sub></i>	
	Coeficientes	Sig.
C	-0,0001618	0,717
<i>Rec<sub>it</sub></i>	0,029041	0,422
<i>CD<sub>it</sub></i>	-0,0001393	0,338
<i>Imob<sub>it</sub></i>	-0,0000346	0,001***
<i>Int<sub>it</sub></i>	-0,00004	0,001***
<i>FCO<sub>it</sub></i>	-0,0001902	0,002***
<i>Res<sub>it</sub></i>	0,0003076	0,11
<i>Res<sub>it</sub><sup>2</sup></i>	0,0000691	0,891
$\Delta Res_{it-1}$	-0,0015043	0,004***
$D\Delta Res_{it-1}$	0,0000199	0,221
$\Delta Res_{it-1} * D\Delta Res_{it-1}$	-0,0003682	0,390
<i>Acct<sub>it-1</sub></i>	0,0296147	0,585
<i>An_Prod<sub>it</sub></i>	-0,0335815	0,423
<i>An_DO<sub>it</sub></i>	0,0008424	0,002***
<i>An_CFO<sub>it</sub></i>	-0,0231141	0,443
Descrição	Painel com estimador	

	<i>between</i>
R-squared	0.6329
Adjusted R-squared	0.5020
F-statistic	4,84
Prob(F-statistic)	0,0000
Jarque-Bera ( <i>p-value</i> )	0,0000
White heteroskedasticity test ( <i>p-value</i> )	0,0000
Wooldridge test for autocorrelation ( <i>p-value</i> )	0,5250
VIF	21,19

Fonte: dados da pesquisa

O modelo Paulo adaptado nesta pesquisa apresentou um  $R^2$  ajustado de 50,2% e foi encontrado através de uma regressão de dados em painel com estimador *between*. Esse percentual é superior ao encontrado em Paulo (2007), que foi de 0,40%. Comparativamente a outros modelos aplicados ao Brasil, o  $R^2$  ajustado foi de 11,8% para o modelo KS no estudo de Formigoni *et al* (2012), de 19,8% com o modelo PAE na pesquisa de Formigoni, Antunes e Paulo (2009).

De todas as variáveis incluídas no modelo, “ $Imob_{it}$ ”, “ $Int_{it}$ ”, “ $FCO_{it}$ ”, “ $\Delta Res_{it-1}$ ”, “ $D\Delta Res_{it-1}$ ” e “ $An\_DO_{it}$ ” apresentaram significância estatística. Em relação à variável “ $Imob_{it}$ ”, cabe ressaltar que foi utilizado o valor do imobilizado líquido, devido à ausência de dados de imobilizado bruto por parte de diversas empresas, provocando a redução da presente amostra. Das variáveis de controle incluídas, somente a *dummy* do setor de consumo cíclico se mostrou significativo estatisticamente.

Paulo (2007) ao aplicar seu modelo no contexto brasileiro, encontrou sinais divergentes do esperado de acordo com o modelo proposto por Paulo para as variáveis “ $Acct_{it-1}$ ” e “ $An\_Prod_{it}$ ”. Na presente pesquisa, essas mesmas variáveis também apresentaram a mesma contrariedade em relação aos sinais esperados. Para tanto, a comparação dos sinais está descrita na Tabela 4. Quanto a primeira variável, esperava-se que os *accruals* do período anterior fossem revertidos no período corrente, contudo esse fato parece não ocorrer na amostra selecionada. Já para a variável “ $An\_Prod_{it}$ ”, era esperado que um comportamento anormal dos custos de produção conduzisse a um aumento dos *accruals* totais, nesse caso, parece ocorrer o inverso, ou seja, um aumento dos custos de produção reduz os *accruals* totais.

Tabela 4– Comparação dos sinais

Variáveis	Sinais	
	Esperados	Estimados
C	?	-
$Rec_{it}$	+	+
$CD_{it}$	-	-
$Imob_{it}$	-	-
$Int_{it}$	-	-
$FCO_{it}$	-	-
$Res_{it}$	+	+
$Res_{it}^2$	?	+
$\Delta Res_{it-1}$	?	-
$D\Delta Res_{it-1}$	?	+

$\Delta Res_{it-1} * D\Delta Res_{it-1}$	-	-
$Acct_{it-1}$	-	+
$An\_Prod_{it}$	+	-
$An\_DO_{it}$	+	+
$An\_CFO_{it}$	?	-

Fonte: dados da pesquisa

Com os coeficientes encontrados pela regressão anterior referentes aos *accruals* não discricionários e os valores reais, foram estimados os *Accruals* não discricionários para cada observação, conforme equação 5. Através dos *accruals* discricionários, utilizados nessa pesquisa como proxy para gerenciamento de resultados, e na separação da amostra entre aquelas empresas que atingiram ou não o lucro previsto por analistas de mercado, buscou-se responder ao problema de pesquisa. O resultado da regressão de acordo com a Equação 6 encontra-se disposto na Tabela 5.

Tabela 5 – Análise do gerenciamento de resultados

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	1704
				F( 1, 1702)	=	5.78
<b>Model</b>	3,61E-02	1	3,61E-02	Prob > F	=	0.0163
<b>Residual</b>	.001061815	1702	6,24E-03	R-squared	=	0.0034
				Adj R-squared	=	0.0028
<b>Total</b>	.001065421	1703	6,26E-03	Root MSE	=	.00079

  

accdisc	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
_Id_prev	-.0000953	.0000396	-2.40	0.016	-.000173	-.0000175
_cons	.0000639	.0000241	2.65	0.008	.0000166	.0001112

Fonte: Dados da pesquisa

De acordo com McNichols e Wilson (1988), caso o  $\beta$  estimado seja maior que zero e significativo, pode-se dizer que existem evidências que as empresas gerenciam os resultados contábeis através dos *accruals* discricionários. Nesse caso, o teste F encontrado apresentou um resultado menor que 5%, o que significa que os coeficientes estimados são estatisticamente diferentes de zero. Já a variável “Id\_prev” apresentou um valor menor que 5%, ou seja, ela é estatisticamente significativa. Portanto, de acordo com os resultados encontrados, pode-se dizer que há indícios de que as empresas gerenciam resultados para atingir o lucro previsto pelos analistas de mercado.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou compreender a relação entre o gerenciamento de resultados entre empresas que atingiram ou não o lucro previsto por analistas de mercado. Esse tema é relevante porque as informações contábeis podem reduzir a assimetria da informação, contudo, para tanto, é mister que essas informações sejam relevantes e fidedignas.

Nesse estudo, optou-se por adotar o modelo Paulo para estimação dos *accruals* não discricionários em detrimento dos modelos tradicionais (Jones, Jones Modificado, KS, PAE), e esse modelo apresentou um grau de ajustamento superior às pesquisas anteriormente realizadas no Brasil.

Com base nos resultados apresentados nesta pesquisa, a hipótese de que as firmas que atingiram os lucros previstos por analistas de mercado gerenciam ou seus resultados por



meios de *accruals* discricionários, não foi rejeitada, isso significa que há indícios de que as empresas podem gerenciar seus resultados para atingir o lucro previsto por analistas.

Para estudos futuros, sugere-se avaliar o gerenciamento de resultados utilizando outros modelos que melhor se adequem ao ambiente brasileiro, especialmente após esse período de adoção de normas internacionais de contabilidade, ou ainda, utilizando informações de periodicidade anual.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, J. E. F., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4 (1), 44-62.
- Almeida, J. E. F., Lopes, A. B., Moraes, F. M., & Toniato, J. B. (2005). Earnings Management and Industry Classification in Brazil: an Exploratory Investigation. *Corporate Ownership and Control*, 3 (1), 144-149.
- Ayers, B., Jiang, J., & Yeung, P. (2006). Discretionary accruals and earnings management: an analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81 (3), 617-652.
- Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86 (2), 1491-1518.
- Badertscher, B. A., Collins, D. W., & Lys, T. Z. (2012). Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 53 (1), 330-352.
- Beneish, M. (2001). Earnings management: a perspective. *Managerial Finance*, 3 (1), 3-17.
- Brown, L. D. A temporal analysis of earnings surprises: Profits vs. losses. (2001). *Journal of Accounting Research*, 39 (2), 221-241.
- Burgstahler, D. & Eames, M. (2001). Management of earnings and analysts' forecasts. [Working paper N° 5-6]. *University of Washington, Seattle, WA and Santa Clara University, Santa Clara, CA.*
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da Prática de Gerenciamento de Resultados na Apuração de Lucro por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem Financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11 (2) 121-144.
- Comitê de pronunciamentos contábeis (CPC). (2011). *CPC 00 - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro*. Brasília
- Dechow, P., & Skinner, D. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14 (2), 232-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72 (1), 1-33.
- Demski, J. (1998). Performance measures manipulation. *Contemporary Accounting Research*, 15 (3), 261-285.
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10 (1), 32-42.
- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax difference e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52 (5), 488-501.
- Formigoni, H., Antunes, M. T. P., Paulo, E., & Pereira, C. A. (2012). Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 9 (1), 41-52.

- Formigone, H., Antunes, M. T. P., & Paulo, E. (2009). Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 6 (1), 44-61.
- Fuji, A. H. (2004). *Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (3), 3-73.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise Multivariada de Dados*. São Paulo: Bookman.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- Holthausen, R. (1990). Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting, and informational perspectives. *Journal of Accounting & Economics*, 12 (3), 207-218.
- Holthausen, R., & Leftwich, R. (1983). The economic consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (3), 77-117.
- Hribar, P., & Jenkins, N. (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 9 (3), 337-356.
- Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34 (1), 5-19.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33 (2), 353-367.
- Lopes, A. B., & Tukamoto, Y. S. (2007). Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. *Revista de Administração*, 42 (1), 86-96.
- Louis, H., & Robinson, D. (2005). Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3), 361-380.
- Machado, D. G., & Beuren, I. M. (2014). Gerenciamento de resultados: análise das publicações em periódicos brasileiros de contabilidade. *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 33 (1), 19-36.
- Martinez, A. L. (2001). *“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2001.
- Martinez, A. L. (2006). Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smoothing no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 2 (1), 09-25.
- Martinez, A. L., & Cardoso, R. L. (2009). Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. *Revista Eletrônica de Administração*, 15 (3), 600-626.
- Martins, G. A. (2002). *Manual para elaboração de monografias e dissertações* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review*, 77 (3), 483-514.
- McNichols, M. F., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of Accounting Research*, 26 (2), 1-31.
- Murcia, F. D. & Wuerges, A. (2011). Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28-44.

- Nardi, P. C. C., Silva, R. L. M., Nakao, S. H. & Valle, M. R. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 06-26.
- Nelson, M., Elliott, J. & Tarpley, R. (2002). Evidence from auditors about managers and auditors earnings management decisions. *The Accounting Review*. 77, 175–202.
- Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24 (1), 5-22.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. 2007. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Paulo, E., Martins, E. & Corrar, L. J. (2007). Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *Revista de Administração de Empresas*. 47(1), 46-59 .
- Paulo, E. & Leme, J. R. (2009). Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5 (4), 27-43.
- Payne, J. L. & Robb, S. W. G. (2000). Earnings management: The effect of ex ante earnings expectations. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 15(4), 371.
- Rezende, G. P. & Nakao, S. H. (2012). Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 8 (1), 06-21.
- Rodrigues, A. (2007). Gerenciamento dos Resultados Contábeis Através de Receitas e Despesas Não Operacionais: Estudo Empírico Das Companhias “Nível 1” – Bovespa. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*. 2(1), 5-18.
- Subramanyam, K. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*. 22, 249–281.
- Skinner, D. J. & Sloan, R. G. (2001). Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let a torpedo stock sink your portfolio. [Working paper N° 7]. *University of Michigan*, Ann Arbor, MI.
- Tukamoto, Y. S. (2004). *Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Vasconcelos, C., Miyashiro, I., Reis, D. & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*. 2 (3), 37–52.
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*. 65, 131–156.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Introductory econometrics: a modern approach*. (2a ed.) Ohio: South-Western College Pub.