

Gerenciamento de resultados: revisão da literatura nacional e possibilidades de estudos futuros

Autores:

EVELYN MARIA BOIA BAPTISTA

(UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL)

ANDRE LUIS MARTINEWSKI

(UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL)

Resumo

Decorreram seis anos desde que os primeiros estudos de gerenciamento no Brasil foram publicados, e este também foi o tempo que levou para que houvesse uma quantidade de estudos que justificasse a realização de uma revisão da literatura nacional. Este trabalho contribui de duas formas para o corpo de conhecimento que vem sendo construído acerca do tema Gerenciamento de Resultados: faz uma revisão dos estudos realizados no país e, a partir da comparação dos aspectos explorados na literatura estrangeira e nacional, identifica lacunas de pesquisa, apresentando possibilidades de estudos futuros. Os aspectos do gerenciamento contemplados por esta revisão abrangem evidências, evidências precedendo eventos específicos, incentivos/motivações, formas utilizadas para gerenciar o resultado (ou seja, quais contas ou grupo de contas são utilizadas na manipulação), sensibilidade do mercado ao gerenciamento, elementos que influenciam o gerenciamento (como mecanismos de governança corporativa, qualidade da auditoria, setor ou grupo estratégico a que pertence), inibindo-o ou facilitando a sua prática, estudos acerca dos modelos utilizados na investigação do gerenciamento de resultados, consequências do gerenciamento, e outras.

Palavras-chave: contabilidade criativa, gerenciamento de resultados.

Introdução

Ao representar uma das formas, senão a principal, através das quais as empresas se comunicam com o mercado, as demonstrações financeiras (DF) assumem um papel relevante na tomada de decisão de investidores e credores que, a partir das informações contidas nestes relatórios, formulam suas ações. Com toda a importância que lhes é inerente, tais relatórios podem não estar isentos de irregularidades, algumas vezes praticadas intencionalmente, com o objetivo de criar uma impressão alterada do desempenho dos negócios da empresa.

O gerenciamento de resultados, denominação conferida a algumas dessas práticas, é um fenômeno para o qual se observa evidências para empresas de diversos países¹. A literatura acadêmica sobre o temaⁱⁱ, estrangeira e nacional, envolve estudos acerca das evidências, evidências precedendo eventos específicos, incentivos/motivações, formas utilizadas para gerenciar o resultado, sensibilidade do mercado ao gerenciamento, elementos que influenciam o gerenciamento, inibindo-o ou facilitando a sua prática, estudos acerca dos modelos utilizados na investigação do gerenciamento de resultados, consequências do gerenciamento, e outras.

O estudos que abordam as evidências investigam a existência do gerenciamento de resultados para empresas de diferentes países. Aqueles que referem-se às evidências precedendo eventos específicos, abrangem os trabalhos que investigam evidências do gerenciamento precedendo eventos como ofertas iniciais de ações, ofertas temporárias de ações, fusões, *takeovers* e outros eventos. A temática sensibilidade do mercado ao gerenciamento abrange os estudos que levantam a hipótese de que o investidor identifica o gerenciamento e o incorpora no preço dos ativos. Na temática incentivos concentram-se os estudos na investigação das razões que levaram ao gerenciamento de resultados, ou com que objetivos ele foi procedido. A temática formas utilizadas para manipular envolve aqueles estudos que buscam investigar quais os caminhos percorridos para gerenciar o resultado, ou seja, quais contas são objeto de gerenciamento. O tema elementos, refere-se a fatores externos e internos à empresa que influenciam o gerenciamento de forma a inibi-lo ou estimulá-lo. Os elementos carregam a idéia de contínuo, contexto, estrutura; ao passo que os incentivos carregam a idéia de pontual, evento, fato. Os estudos que abordaram os modelos utilizados na investigação da manipulação de resultados abrangem críticas, sugestões de aperfeiçoamento e reinterpretações dos resultados gerados pelos métodos. Um dos aspectos abordados na temática consequências é o impacto do gerenciamento sobre a relevância da informação contábil. A temática outros envolve revisões da literatura, estudos de caso, discussões teóricas e surveys.

Este trabalho consiste em uma cuidadosa revisão dos estudos realizados no Brasilⁱⁱⁱ, apresentada nos itens 1 a 7 a seguir, os quais representam as temáticas de estudo identificadas na literatura. Em cada temática questões de pesquisa são identificadas e levantadas. No item 8, são apresentadas algumas considerações adicionais.

1. Evidências de gerenciamento, evidências do gerenciamento precedendo eventos específicos e sensibilidade do mercado ao gerenciamento

Martinez (2001)^{iv} investigou, para o período 1995 a 1999 a existência de gerenciamento para empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Seus três objetivos principais¹ foram identificar se as empresas gerenciam resultados para evitar perdas; se gerenciam resultados para sustentar desempenho recente e se gerenciam resultados para reduzir a variabilidade dos resultados, e se gerenciam tanto mais quanto maior for o endividamento.

Para responder a primeira, utilizou distribuições da relação lucro líquido anual/ativo total; da relação lucro líquido trimestral/preço da ação; ebtda/ativo total; lucro operacional/ativo total. Encontrou que as empresas evitam reportar perdas anuais e trimestrais, evitam reportar resultados negativos de EBTDA, evitam reportar resultados negativos no lucro operacional e LAIR. Segmentou a amostra em alto, médio e baixo endividamento (exigibilidades/PL), verificando que as empresas endividadas têm maior propensão a gerenciar seus resultados para evitar perdas.

Para responder a segunda questão de pesquisa utilizou como método distribuições de frequência anuais e trimestrais da relação $LL(t)-LL(t-1)/Ativo\ total\ (t-1)$. Encontrou fraca evidência de gerenciamento para assegurar a continuidade dos resultados anuais e trimestrais. Ao segmentar a amostra em empresas com relação valor de mercado/valor patrimonial superior a 0,9 e lucro por ação em termos anuais e trimestrais, encontrou que empresas com alto valor de

¹ Além destes, Martinez investigou se as empresas gerenciam seus resultados para manter a credibilidade perante os credores; se gerenciam para piorar os resultados correntes em benefício de resultados futuros; se as empresas que praticam o gerenciamento tem retornos diferentes em relação às empresas que não gerenciam.

mercado têm maior propensão ao gerenciamento, que algumas empresas podem estar praticando gerenciamento para sustentar o LPA recente, e encontrou empresas com seqüência de resultados positivos e crescentes acima do que seria probabilisticamente esperado.

Para investigar se as empresas gerenciam resultados para reduzir a variabilidade dos resultados, e se gerenciam tanto mais quanto maior for o endividamento utilizou modelos de regressão através dos quais buscou explicar PDD, despesas de depreciação e receita não-operacional (contas que supostamente estariam sendo manipuladas para reduzir a variabilidade dos resultados), a partir de variações no lucro (excluídos os efeitos dessas contas) e grau de endividamento. Encontrou que as companhias abertas gerenciam seus resultados para assegurar redução da variabilidade através destas contas. E, para o endividamento, quanto maior, menor a despesa com depreciação, e maior a receita não-operacional.

Adicionalmente, analisou, através do coeficiente de correlação de Pearson, a relação entre a variação do lucro líquido e: o ativo diferido, amortização de ágio/deságio de investimentos, provisão para perdas em investimentos, variações monetárias (cambiais) e reservas de reavaliação. Encontrou que essas contas podem estar sendo utilizadas para reduzir a variabilidade, ainda que o coeficiente da conta variações monetárias tenha apresentado o menor coeficiente.

Com relação às evidências do gerenciamento precedendo eventos específicos, Paulo (2006) investigou a relação entre a oferta pública de ações e o nível de gerenciamento dos resultados contábeis, mais especificamente, se existem evidências de maior nível de gerenciamento no período que antecede a oferta, durante a oferta, e no período posterior à oferta.

Utilizando informações financeiras de uma amostra final de 24 companhias abertas brasileiras que efetuaram ofertas de ações no período de 2000 a 2003, estimou as proxies de gerenciamento através dos modelos Healy (1985); DeAngelo (1986); Jones (1991); Dechow (1995) e KS (1995) e, após, comparou as médias em cada um dos modelos para os períodos nos quais a amostra foi dividida - anos anteriores à oferta, ano da oferta, anos posteriores à oferta, de modo que pudesse ser verificado se o nível de gerenciamento é significativamente diferente entre os períodos.

Encontrou que os administradores empregam accruals anormais para afetar os resultados divulgados pelas firmas nos períodos anteriores e posteriores à oferta pública de ações, mas não no ano do lançamento - o que estaria relacionado à motivação em elevar o preço das ações no momento que imediatamente antecede a oferta pública e a sustentação de bons desempenhos nos períodos seguintes para evitar queda nos preços das ações. É interessante observar que as medidas alternativas de accruals adotadas não afetam significativamente os resultados do estudo.

A comparação dos resultados encontrados por Paulo (2006) e os resultados dos estudos sobre o comportamento dos retornos das ações após ofertas iniciais e ofertas temporárias de ações poderia servir de base para realizar inferências acerca da sensibilidade do investidor ao gerenciamento de resultados, questão de pesquisa ainda não explorada na literatura nacional. A existência de retornos anormais ao redor do período de emissão poderia ser associada à sensibilidade do investidor à manipulação, ou seja, ele identifica o gerenciamento e incorpora essa informação ao preço.

No entanto associar o comportamento dos retornos ao redor das emissões à sensibilidade ao gerenciamento traz à tona a seguinte questão: se os investidores são sensíveis à prática de gerenciamento precedendo eventos específicos, e incorporam esta imperfeição ao preço, então,

mesmo com o gerenciamento, os preços podem estar refletindo a realidade operacional e financeira da empresa? Então o gerenciamento de resultados não tem efeito sobre os preços?

2. Incentivos/Motivações

Para este aspecto do gerenciamento, não foram encontrados estudos brasileiros. Os estudos na literatura estrangeira, que investigam os incentivos para o gerenciamento concentram-se em duas linhas: aqueles que atribuem o gerenciamento à necessidade de alcançar determinados *targets* de mercado, como por exemplo, as projeções de analistas; e aqueles que investigam se determinadas normas/regras que afetam determinada indústria ou setor são incentivos para que as empresas afetadas gerenciem seus resultados para beneficiar-se ou proteger-se.

Com relação à prática de gerenciamento para alcançar as projeções de analistas, poderia se argumentar que o acompanhamento de analistas funcionaria como um monitoramento, assim, a existência de acompanhamento efetivo das empresas por analistas estaria associada a uma redução das evidências de gerenciamento. No entanto, Paulo, Lima e Lima (2006), encontraram resultados que vão em direção oposta a este argumento.

Os autores investigaram se as companhias abertas brasileiras cobertas pelos analistas financeiros apresentam diferentes níveis de gerenciamento de resultados em relação às que não são cobertas. A partir de uma amostra inicial abrangendo demonstrações financeiras de 59 empresas nos setores de mineração, siderurgia/metalurgia e têxtil, no período 2000 a 2004, verificaram que não foi possível aceitar a hipótese formulada, de que as companhias abertas brasileiras cobertas pelos analistas financeiros apresentam menor nível de discricionariedade nos seus resultados contábeis do que as não cobertas. Foram utilizados os modelos de Jones (1991) e KS (1995) para estimação das *accruals*, com inclusão de variáveis *dummy* que representam a presença ou ausência de acompanhamento por analistas.

3. Formas utilizadas para gerenciar o resultado

Foram encontradas evidências de gerenciamento através da conta provisão para créditos de liquidação duvidosa (Fuji e Carvalho, 2005); decisões operacionais (Cardoso e Martinez, 2006); diferimento do IR e da contribuição social sobre o lucro (Paulo Corrar e Martins, 2006); e receitas e despesas não-operacionais (Rodrigues, 2006).

Fuji e Carvalho (2005) investigaram a existência de gerenciamento de resultados contábeis no contexto das instituições financeiras no Brasil, com o objetivo de suavização de lucros, através da conta provisão para créditos de liquidação duvidosa (PCLD)^v, após a vigência da Resolução 2682/99, que estabeleceu novos critérios para classificação das operações de crédito. Os autores trabalharam com informações trimestrais das 50 maiores (de acordo com o tamanho do ativo) instituições financeiras do país, referente ao período 1999 a 2003, para testar duas hipóteses de pesquisa: a existência de relação positiva entre a conta despesas com PCLD e o resultado, e a existência de gerenciamento através da conta PCLD.

Para testar a primeira hipótese, utilizaram o coeficiente de Pearson, e encontraram relação positiva entre as duas contas, o que seria indício de gerenciamento – aumento no lucros seria acompanhado de aumento na conta PCLD, e redução do lucro seria acompanhada de redução na conta PCLD, com o objetivo de manter uma série “estável” de lucros.

A segunda hipótese foi testada através dos modelos de Jones (1991), McNutt (2003) e Martinez (2001). A análise concentrou-se em verificar a direção da relação entre a variável dependente PCLD e as componentes da variável explicativa contempladas nos modelos. No modelo de Martinez, representada pelo resultado, passivo exigível e operações de crédito; no modelo de McNutt, representada pela variação nas operações de crédito. Para o modelo de Martinez (2001), os autores encontraram relação positiva entre a conta PCLD e o resultado, e a conta PCLD e as operações de crédito, e relação negativa entre a conta PCLD e o passivo exigível. Para o modelo de McNutt (2003), os autores encontraram relação positiva entre a conta PCLD a variação na conta operações de crédito. Estes resultados corroboram com a existência de gerenciamento através do uso da conta provisão para créditos de liquidação duvidosa, com o objetivo de minimizar a variação de resultados.

Cardoso e Martinez (2006) investigaram se as empresas realizam gerenciamento da informação contábil mediante decisões operacionais, e se há relação entre o uso de acumulações discricionárias e o uso de decisões operacionais. Com estes objetivos utilizaram uma amostra de 315 empresas brasileiras, não financeiras e não seguradoras, com negociação na Bovespa entre 1998 e 2004.

Para investigar se as empresas gerenciam seus resultados mediante decisões operacionais (desp. vendas, gerais e adm, e nível de produção), utilizaram os modelos de Anderson, Banker e Janakiraman, apud Zang (2005) (na investigação do uso das despesas) e Roychowdhury, apud Zang (2005) (para investigar o uso do nível de produção). Tratam-se de modelos de regressão que relacionam a variável mediante a qual estaria ocorrendo a manipulação, à variável vendas (cuja magnitude deveria explicar o montante da variável independente observada); o termo do erro significativo, indicaria o uso da variável independente como instrumento de gerenciamento. As acumulações discricionárias foram estimadas através do modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Para investigar a relação entre o uso de decisões operacionais as acumulações discricionárias, os autores procederam análise de correlação entre as proxies de gerenciamento (os termos do erro) estimadas em cada modelo, além de análise de regressão múltipla que relacionou tais proxies.

As análises realizadas apontaram para o uso das decisões operacionais como instrumento de gerenciamento de resultados, e que as empresas podem estar utilizando, ao mesmo tempo, tanto desp. de vendas, administrativas e gerais como o nível de produção. Adicionalmente, encontraram, de um modo geral^{vi}, que aquelas empresas que gerenciam seus resultados mediante decisões operacionais não o fazem por acumulações discricionárias, o que é interpretado pelos autores como o reflexo de ambiente regulatório restritivo.

Com base no fato de que as escolhas de mensuração no sistema contábil permitem um maior volume de acumulações discricionárias em cada período do que no sistema tributário, e que, portanto, o diferimento tributário originado pelas diferenças entre os resultados contábil e tributário auxiliaria na identificação entre as mudanças discricionárias e não discricionárias, Paulo, Corrar e Martins (2006) procuraram identificar se a análise do diferimento do IR e da contribuição social sobre o lucro aumenta o poder preditivo dos modelos econométricos na identificação do gerenciamento.

Para uma amostra inicial de 59 empresas abertas, listadas na BOVESPA, dos setores mineração, siderurgia e metalurgia, e têxtil, durante o período 2000 a 2004, aplicaram modelos de

escolha binária logit e probit, nos quais a variável dependente binária é a ausência ou presença de incentivos para a prática de gerenciamento, representada pelos intervalos imediatamente anterior e posterior ao zero de uma distribuição de resultados; e a variável estatística é composta pelas acumulações discricionárias calculadas através do modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) e Jones modificado (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), a despesa tributária líquida e o fluxo de caixa operacional. Encontraram, para a amostra estudada, que a inclusão da análise dos tributos diferidos não aumentou o poder preditivo dos modelos utilizados para detectar gerenciamento.

Rodrigues (2006) investigou se existe gerenciamento dos resultados contábeis através das contas receitas e despesas não-operacionais, no âmbito das empresas brasileiras classificadas pela BOVESPA como Nível 1 de governança corporativa. O autor argumenta que, por se tratarem de itens independentes das atividades regulares ou ligadas aos negócios principais de uma empresa, as contas de resultado não-operacionais podem proporcionar certa discricionariedade aos gestores e serem empregadas para ajustar os resultados da maneira mais conveniente.

A partir de informações trimestrais de uma amostra de 25 empresas (não-financeiras) classificadas no Nível 1, no período 2000 a 2004, utilizou um modelo de análise de regressão múltipla que relacionou as contas de resultado não-operacionais às variações no lucro líquido, endividamento e investimento no ativo permanente. Este método foi utilizado com o objetivo de investigar se as contas de resultado não-operacionais são utilizadas para reduzir a variabilidade dos resultados da empresa. Os sinais dos coeficientes da variável explicativa^{vii} confirmaram a hipótese nula de que as contas de resultado não-operacionais são utilizadas com o objetivo de suavização do resultado.

Os estudos na literatura estrangeira que propõem modelos para investigação de evidências empíricas das práticas utilizadas pelas empresas na manipulação de resultados concentram-se na modelagem das *accruals*. É a partir destes modelos que os estudos brasileiros investigam a existência de gerenciamento para as empresas brasileiras, identificando as formas de gerenciamento (*accruals* totais ou contas específicas). Além dos modelos de estimação de *accruals*, também poderia ser utilizado como referência o esquema de classificação proposto por Mulford e Comiskey (2002), um método alternativo de investigação que pode proporcionar a identificação de outras formas de manipulação (outras contas) além destas já investigadas pelos autores brasileiros.

O esquema de Mulford e Comiskey (2002) classifica as práticas em dois grandes grupos: (a) grupo baseado na mensuração da receita e despesas, e ativos e passivos e (b) classes para a criatividade empregada na preparação da DRE e da DFC. Cada grupo divide-se em categorias, e para cada uma das categorias^{viii}, os autores propõem a investigação de algumas contas que consideram mais prováveis de serem manipuladas pelo seu efeito direto sobre o resultado. E para a investigação destas contas, eles apresentam técnicas específicas.

Além dos modelos de estimação de *accruals* totais e da utilização do esquema de Mulford e Comiskey (2002), a identificação e sistematização das práticas de gerenciamento peculiares às empresas brasileiras, pode ser realizada através da análise dos pareceres de auditoria com ressalva, e os pedidos de refazimento/publicação emitidos pela CVM.

4. Elementos que influenciam o gerenciamento, inibindo-o ou facilitando a sua prática

Sobre este aspecto do gerenciamento, foram encontrados estudos que investigam a influência de mecanismos de governança corporativa^{ix}, do desenho do esquema de remuneração dos executivos, da indústria ou grupo estratégico a que pertence a empresa.

Cardoso et al (2006) investigaram se há diferença na intensidade de acumulações discricionárias entre as empresas certificadas com relação ao nível de governança corporativa comparativamente às não certificadas; e verificar se há diferença na intensidade de acumulações discricionárias entre as empresas cujas ações têm alto nível de liquidez na Bovespa em relação às que têm baixa liquidez.

Com este objetivo, trabalharam com uma amostra com 1791 observações coletadas entre 1997 a 2004, compreendendo empresas ativas listadas na Bovespa, excluindo-se as instituições financeiras e as sociedades seguradoras. Utilizaram o modelo original de Jones (1991) para calcular as *accruals*.

Os autores encontraram que não há diferença significativa na intensidade de acumulações discricionárias entre as empresas cujo nível de governança é certificado na Bovespa comparativamente às não certificadas; não há diferença significativa na intensidade de acumulações discricionárias entre as empresas cujas ações têm alto nível de liquidez na Bovespa em relação às que têm baixa liquidez.

Com um escopo mais amplo, Ramos e Martinez (2006) investigaram a influência de alguns mecanismos de Governança Corporativa, além dos níveis de governança estudados por Cardoso et al (2006), sobre a propensão ao gerenciamento de resultados. Os mecanismos de governança testados além da adesão aos níveis de governança da Bovespa, foram o prazo do mandato e quantidade de conselheiros administrativos e fiscais, status do conselho fiscal (se é permanente, provisório ou não instalado), qualidade da auditoria, estrutura de propriedade, tipo de parecer da auditoria e status do administrador (se pertence ou não à diretoria).

Os autores utilizaram amostras de tamanhos diferentes para realizar os testes empresas mais líquidas na Bovespa, para os anos de 2002 a 2004. Para uma amostra inicial de 300 empresas, verificaram que as empresas com adesão aos níveis de GC da Bovespa apresentam menor variabilidade de acumulações discricionárias do que aquelas que não aderiram. O modelo de estimação de *accruals* utilizado foi o de Jones (1991). Para uma amostra inicial de 150 empresas, com relação aos demais mecanismos, os testes estatísticos foram inconclusivos quanto à sua influência na variabilidade das acumulações discricionárias. Para verificar se os mecanismos de GC citados explicam os níveis de acumulações discricionárias, foram construídos modelos de regressão linear nos quais cada um dos mecanismos foi acrescentado como variável explicativa.

No que se refere à influência do desenho do esquema de remuneração dos executivos, os resultados de estudos na literatura estrangeira apontam a remuneração através de opções como um dos incentivos ao gerenciamento de resultados, no sentido de que esta forma de remuneração pode induzir os gerentes a aumentar o preço das ações no curto prazo (através de práticas de gerenciamento) com o objetivo de beneficiar-se com a venda das mesmas que sejam de sua propriedade. Silveira (2006) investigou se as companhias brasileiras listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa, que remuneram seus executivos através de opções sobre ações, apresentam evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados.

Os testes de significância dos coeficientes da variável dummy remuneração através de opções, inserida em três modelos de estimação das acumulações discricionárias (Jones (1991),

Dechow, Sloan e Skinner (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995)) indicaram para a amostra de 45 empresas^x, no período de 1995 a 2004, que não há evidências de maiores níveis de gerenciamento de resultados em empresas que remuneraram seus executivos através de opções de ações em relação àquelas que não remuneraram.

O elemento indústria ou grupo estratégico a que pertence a empresa também foi investigado como fator que influencia o gerenciamento. Almeida et al (2005) investigaram se o fator indústria tem poder de explicação sobre o nível de gerenciamento. Os autores utilizaram o modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995) em uma amostra de 156 empresas pertencentes a 20 indústrias^{xi} (com exceção da indústria financeira e agribusiness), considerando-se o período 2000 a 2003.

Exceto para quatro indústrias (comércio, eletrônica, telecomunicações e têxtil) os resultados encontrados não evidenciam que a classificação em determinada indústria é um fator explicativo na detecção da prática do gerenciamento. Os autores sugerem que o fato de existir empresas mais rentáveis do que outras, embora competindo na mesma indústria também poderia ser explicado pelo gerenciamento, contudo, não realizam uma análise dentro da indústria, mas entre indústrias.

Almeida et al (2006) propuseram uma análise intra-indústria, através do uso da categoria grupos estratégicos. Conforme explicam os autores, os grupos estratégicos correspondem a um nível intermediário entre a indústria e a firma, e são utilizados como categoria de análise quando se objetiva pesquisar comportamentos e resultados heterogêneos no interior da indústria.

A partir de uma amostra final de 116 empresas pertencentes a 10 setores e 20 grupos estratégicos, entre 2000 e 2003, os autores, com o objetivo de investigar se o fator grupo estratégico tem poder de explicação sobre o nível de gerenciamento, introduziram esta variável nos modelos econométricos utilizados para identificar o gerenciamento através das acumulações discricionárias, mais especificamente, o modelo de Dechow, Sloan e Skinner (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995). Encontraram que o uso da variável grupo estratégico é um importante fator explicativo em detectar gerenciamento de resultados.

Em comparação aos aspectos investigados pelos estudos estrangeiros, verifica-se lacuna de pesquisa no que se refere à investigação da influência de investidores institucionais. Assim como foi argumentado com relação a influência do acompanhamento de analistas, a presença de investidores institucionais poderia resultar em evidências de menores níveis de gerenciamento pois estes agentes exerceriam um papel de monitoramento sobre os administradores.

5. Evidências de manipulação e modelos utilizados

Na investigação das evidências de gerenciamento, tanto na literatura estrangeira como na literatura nacional, têm sido utilizados modelos de estimação de accruals (totais e específicas) e a distribuição de frequência de resultados. Os modelos de estimação de accruals restringem a identificação das práticas a estas contas (sejam accruals totais ou específicas). A distribuição de frequência não indica como a manipulação ocorre, mas evidencia que ela ocorre. Ao não indicar como o gerenciamento está ocorrendo, pode evidenciar a existência de outras formas de manipulação que não seja através de accruals. Estas outras formas podem estar relacionadas àquelas práticas que excedem os limites legais^{xiii}. O esquema de classificação proposto por

Mulford e Comiskey (2002), e mencionado no item 3 abrange técnicas de identificação de práticas de gerenciamento e práticas que excedem os limites da legislação.

Com relação ao foco dos estudos de manipulação, e a constatação de que a maioria concentra-se em modelar as acumulações discricionárias, o que implica na restrição à busca de evidências daquelas práticas dentro dos limites da legislação, algumas questões podem ser levantadas, entre elas, se há arbitrariedade na escolha da forma de manipulação como objeto de investigação. Com relação a esta possibilidade, levanta-se a hipótese de que a escolha da forma de manipulação é arbitrária e está relacionada à formação profissional do pesquisador.

Esta hipótese poderia ser investigada através da análise do currículo dos autores dos estudos. Espera-se observar, para a maioria, uma formação preponderantemente acadêmica (coerente com a predominância de modelos de investigação de práticas de gerenciamento), ao passo que, para os autores que trabalham com a identificação de práticas que ultrapassam os limites legais, espera-se verificar uma trajetória de mercado marcante. Assim, a formação profissional explicaria a predominância de modelos para investigação de evidências de gerenciamento.

E a formação profissional também explicaria a complexidade dos modelos (e estudos) desenvolvidos. Os modelos (e estudos) desenvolvidos por autores com trajetória de mercado marcante envolvem técnicas simples de se identificar manipulações; os autores com uma trajetória preponderantemente acadêmica fazem uso de técnicas mais sofisticadas.

6. Estudos acerca dos modelos utilizados na investigação da manipulação de resultados

Os estudos acerca dos modelos utilizados na investigação das evidências de gerenciamento são particularmente importantes em relação às demais temáticas abordadas. Permitem uma reavaliação da forma como foram conduzidos os estudos já realizados, a validação dos resultados encontrados e contribuem para a consistência metodológica de futuros estudos.

Não são encontrados na literatura nacional, trabalhos que discutam os métodos em si, tal como os trabalhos de Holland (2004) Durtschi e Easton (2005), que discutem aspectos relacionados à distribuição de frequência de resultados. No entanto, aspectos menos técnicos, e mais gerais quanto às aplicações e limitações de alguns dos modelos de estimação de accruals são abordados por Martinez (2001).

7. Estudo de caso, discussões teóricas e survey

Além dos aspectos do gerenciamento já apresentados, também são encontradas na literatura nacional algumas discussões teóricas (Costa Pigatto e Lisboa, 2001; Santos e Grateron, 2003 e Cardoso, 2004), um estudo de caso (Cupertino, 2004) e uma *survey* (Sancovschi e Matos, 2002). Santos e Grateron (2003) propõem uma reflexão acerca da responsabilidade dos auditores diante do fenômeno da contabilidade criativa. Sancovschi e Matos (2002), com o objetivo de investigar o que pensam os administradores brasileiros sobre o gerenciamento de resultados, aplicaram o questionário desenvolvido por Bruns e Merchant (1990) em profissionais envolvidos com a administração de empresas no Brasil^{xiii}. Encontraram que os entrevistados, em geral, consideram eticamente aceitáveis as decisões operacionais tomadas para gerenciar lucros, e

expressam algumas reservas em relação (mas não condenam) a adoção de práticas contábeis para cumprir a mesma finalidade.

Ainda que aplicado para uma amostra pequena, os resultados encontrados por Sancovschi e Matos (2002) são coerentes com o resultado das investigações de Martinez (2001), Fuji (2004), Cupertino (2004), Almeida et al (2005), Fuji e Carvalho (2005), Cardoso e Martinez (2006), Paulo, Corrar e Martins (2006), Rodrigues (2006), Cardoso et al (2006), Almeida et al (2006), Silveira (2006), Paulo, Lima e Lima (2006), Ramos e Martinez (2006), Paulo (2006) – que verificaram que as companhias abertas brasileiras gerenciam seus resultados. Dos trabalhos que buscam evidências de gerenciamento, apenas o de Tukamoto (2004)^{xiv} não corrobora os resultados encontrados por Sancovschi e Matos (2002).

O artigo de Costa, Pigatto e Lisboa (2001), juntamente com a tese de Martinez, introduzem o tema gerenciamento no Brasil. É um trabalho teórico, que aborda no que consistem as práticas de contabilidade criativa^{xv}, quais procedimentos contábeis estão associados à flexibilidade da norma, quais as consequências dessas práticas, quais as razões da sua realização, e o impacto da adoção de uma contabilidade a valor de mercado. Adicionalmente, apresentam casos que exemplificam o uso da contabilidade criativa na iniciativa privada e pública.

Para estes autores, a variação no resultado do exercício e nos ativos e passivos provocada pela adoção de práticas criativas levam à uma estimativa inadequada do valor da empresa. A variação no resultado do exercício e nos ativos e passivos influenciam a interpretação da situação econômico-financeira da empresa, uma vez que o usuário da informação disporá de dados não condizentes com a realidade, e esta interpretação equivocada acaba por influenciar o valor da empresa, uma vez que as demonstrações contábeis constituem peça fundamental no processo subjetivo e individual de avaliação da empresa por parte dos usuários.

Costa, Pigatto e Lisboa (2001) apontam que uma contabilidade a valor de mercado (fair value) confere maior liberdade de julgamento ao preparador das demonstrações, e este fato traz a necessidade de reforço nas regras de conduta do profissional de contabilidade, pois existe uma fronteira tênue entre práticas contábeis que utilizam o fair value e os procedimentos de *window-dressing*, e um julgamento ético está associado no processo de tomada de decisão sobre qual metodologia de mensuração e evidenciação será utilizada.

Cardoso (2004) coloca o gerenciamento numa perspectiva de caminho “alternativo” a ser seguido em oposição à Governança: o administrador (agente) se veria diante de duas trajetórias possíveis de serem seguidas - a Governança Corporativa ou o Gerenciamento de Resultados, sobre as quais operam incentivos cujas forças serão determinantes na escolha de uma via ou outra.

O autor propõe que o *trade-off* Gerenciamento x Governança seja analisado à luz da Teoria dos Jogos, e que as características dos agentes econômicos (oportunismo e racionalidade limitada) e características das transações econômicas (assimetria de informações e custos de transação) sejam incorporadas nesta análise. Assim, numa relação de agência, em que está em jogo o exercício do gerenciamento ou da governança por parte do agente, o “resultado esperado”, ou o caminho escolhido é consequência de decisões tanto do agente como do principal: decisões (do principal) relacionadas ao desenho de contratos simples ou complexos, à escolha (pelo agente) de comportamento oportunístico ou transparente, ao exercício/não exercício (pelo principal) do monitoramento. Adicionalmente, Cardoso (2004) questiona a eficiência dos

Conselhos de Administração e Fiscal em monitorar o agente, dada a relativa dependência em relação aos acionistas majoritários.

O estudo de caso encontrado na literatura nacional refere-se ao trabalho de Cupertino (2004). Os estudos desenvolvidos têm abordado as práticas denominadamente aceitas como “dentro dos limites da legislação”. Cupertino (2004) aborda as práticas fora destes limites - investiga a gestão de lucros ilegal em uma instituição financeira brasileira – o Banco Nacional SA. O autor evidencia o uso de créditos inadimplentes como instrumento de gerenciamento fraudulento de lucros.

8. Considerações finais

Para algumas das temáticas exploradas na literatura estrangeira, e conforme pode ser constatado ao longo dos itens, não foram encontrados estudos na literatura nacional que abordasse como tema central questões como: sensibilidade do mercado ao gerenciamento; incentivos/motivações; no item elementos, não foi investigada a influência da existência de investidores institucionais; estudos acerca dos modelos utilizados na investigação da manipulação de resultados; consequência do gerenciamento sobre a relevância das informações contábeis.

Além destas lacunas, observadas a partir da comparação entre os estudos realizados para o Brasil e para outros países, e a despeito da extensa literatura sobre o tema, não são encontrados estudos que tenham explorado o efeito do gerenciamento sobre algumas propriedades dos ativos no mercado de capitais, como preço, retornos esperados, risco e volatilidade. Considerando-se que o gerenciamento afeta as demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas, ou seja, materializa-se através da divulgação de informações que não refletem a realidade operacional e financeira da empresa, e considerando-se que os agentes tomam suas decisões de investimento e formam suas expectativas de valor dos ativos a partir de todas as informações públicas disponíveis, entre elas, as informações contidas nas DF, variáveis como preço dos ativos, e todas aquelas construídas a partir dos preços (como retornos esperados, risco, volatilidade) estarão viesadas.

Conforme ressalta Fama (1970), o mercado de capitais tem um papel alocativo e, dada a influência que a informação contábil assume na tomada de decisão desta alocação (o que é refletido pelos resultados dos estudos de evento^{xvi}), a precificação correta dos ativos e alocação justa do estoque de capital da economia, depende da precisão com que tais relatórios refletem a realidade econômica e financeira da empresa.

Considerando-se que o beta é uma das medidas de risco, e que é construído a partir das informações de retornos passados, e considerando-se que o risco é uma informação relevante na construção de carteiras eficientes, uma estimativa viesada do risco contribuiria para a transferência de riqueza inadequada entre agentes do mercado: se os ativos que tem maior risco, tem prêmio maior, então o gerenciamento pode interferir sobre os preços pagos, ao induzir uma precificação inadequada dos ativos e, com isso, alocar riqueza inadequadamente.

Referências Bibliográficas

ALMEIDA, José Elias Feres de.; LOPES, Alexsandro Brodel; TONIATO, João; COSTA, Fábio Moraes da. Earnings management and industry classification in Brazil: na exploratory

investigation. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5º, 2005, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/an_resumo.asp?cod_trabalho=582>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 582.

ALMEIDA, José Elias Feres de; COSTA, Fábio Moraes; FARIA, Luiz Henrique Lima; BRANDÃO, Marcelo Moll. Earnings Management no Brasil: grupos estratégicos como nova variável explanatória. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/269.pdf>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 269.

CARDOSO, Ricardo L. Governança corporativa ou gerenciamento de resultados? Revista Brasileira de Contabilidade (RBC), ano XXXIII, n. 150, novembro/dezembro, 2004. p. 18-37.

CARDOSO, Ricardo L.; AQUINO, André Carlos B. de; ALMEIDA, José Elias F. de; NEVES, Antônio José B das. Acumulações discricionárias, liquidez e governança corporativa divulgada no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. Anais. CD-ROM. FICA 1437.

CARDOSO, Ricardo L.; MARTINEZ, Antônio Lopo. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil mediante decisões operacionais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. Anais. CD-ROM. FICA 2767.

COSTA, Fábio Moraes; PIGATTO, José Alexandre Magrini; LISBOA, Lázaro Plácido. Contabilidade criativa. In: SEMINÁRIO USP DE CONTABILIDADE, 1º, 2001, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em <<http://www.eac.fea.usp.br/congressousp/arquivos/html/>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 026.

CUPERTINO, César Medeiros. Earnings Management: evidência empírica. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4º, 2004, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos42004/185.pdf>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 185.

FUJI, Alessandra H. Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil. USP. Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2004.

FUJI, Alessandra H.; CARVALHO, Luiz Nelson G. de. Earnings management no contexto bancário brasileiro. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5º, 2005, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/7.pdf>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 07.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. Journal of Accounting Research, Vol 29, N.2, Autumn, 1991.

KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and na instrumental variable approach. Journal of accounting research. Vol.33, N°2, autumn 1995.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias brasileiras. FEA/USP. Tese de doutorado. São Paulo, 2001.

MULFORD, Charles W. COMISKEY, Eugene E. The financial numbers game: detecting creative accounting practices. John Wiley & Sons, 2002.

PAULO, Edilson. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PSEQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. Anais. CD-ROM. FICA 2876.

PAULO, Edilson; CORRAR, Luiz João; MARTINS, Eliseu. Detectando gerenciamento de resultados contábeis pela análise do diferimento tributário. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PSEQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. Anais. CD-ROM. FICA 1235.

PAULO, Edilson; LIMA, Gerlando, Augusto S F de; LIMA, Iran Siqueira. A influência dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/482.pdf>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 482.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antônio Lopo. Governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PSEQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30º, 2006, Salvador. Anais. CD-ROM. FICA 3120.

RODRIGUES, Adriano. Gerenciamento de resultados contábeis através de receitas e despesas não-operacionais: estudo empírico das Companhias Nível 1 - Bovespa. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/139.pdf>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 139.

SANCOVISCHI, Moacir e MATOS, Felipe Faissol Janot de. Gerenciamento de Lucros: O Que Pensam Administradores, Contadores e Outros Profissionais de Empresas no Brasil?. 26º Enanpad, Salvador. 2002.

SANTOS, Arioaldo dos e GRATERON, Ivan Ricardo Guevara. Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. Revista de contabilidade e finanças. USP. São Paulo, n.32, p 7-22, maio/agosto 2003.

SILVEIRA, Márcia Adriana da. Gerenciamento de resultados e opções de ações: uma pesquisa em companhias abertas no Brasil. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6º, 2006, São Paulo. Anais eletrônicos. Disponível em < <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/86.pdf>>. Acesso em: dezembro de 2005. Cód. 86

TUKAMOTO, Yhurika Sandra. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs. USP. Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2004.

DURTSCHI, Cindy e EASTON, Peter. Earnings Management? The Shapes of the frequency Distributions of Earnings Metrics Are not evidence Ipso Facto. Journal of Accounting Research. Vol. 43 No. 4 September 2005.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, p.383-417, March 1970.

FAMA, E. Efficient Capital Markets II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, December 1991.

HOLLAND, David. Earnings Management: A Methodological Review of the Distribution of Reported Earnings Approach. January 2004. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=525242>

ⁱ Os estudos envolvem evidências para diversos países, como Alemanha, Chile, Espanha, Estados Unidos, Nova Zelândia, Taiwan, entre outros países.

ⁱⁱ Martinez (2001) relacionou quatro grandes temáticas: Há? Por quê? Como? Quais são os efeitos?

ⁱⁱⁱ Na pesquisa bibliográfica realizada foram encontrados 19 trabalhos brasileiros sobre o tema, entre os quais, 16 artigos, 1 tese e 2 dissertações. Este número não contempla artigos em duplicidade, ou seja, aqueles que foram publicados em mais de um local constam apenas uma vez, que é o caso do estudo de Cupertino (2004). Exceção feita ao estudo de Fuji (2004), pois está contabilizada tanto a sua dissertação como o artigo em co-autoria com Carvalho (Fuji e Carvalho, 2005).

^{iv} O estudo de Martinez (2001), pela sua abrangência, poderia ser classificado dentro de mais de um dos aspectos do gerenciamento apresentados ao longo dos itens nos quais se divide esta revisão. Por conveniência, optou-se por apresentar os resultados do seu trabalho neste item.

^v A conta PCLD seria utilizada com o objetivo de manter uma série estável de lucros – uma vez que a ausência de estabilidade de resultados seria associada a um maior risco. Lucros maiores em um período seriam reduzidos com um maior volume de PCLD, ao passo que lucros menores seriam “aumentados” através de um menor volume de PCLD.

^{vi} Consultar o trabalho dos autores para verificar as segmentações realizadas para a amostra, as quais evidenciam resultados menos gerais do que estes aqui apresentados.

^{vii} Com exceção do coeficiente da variável permanente que, segundo os autores, não foi significativamente diferente de zero.

^{viii} O primeiro grupo abrange o reconhecimento prematuro ou fictício de receitas, a capitalização agressiva e políticas de amortização amplas, e a classificação indevida de ativos e passivos. O reconhecimento prematuro da receita refere-se ao reconhecimento da receita de uma venda legítima em um período anterior aquele previsto pelos princípios contábeis geralmente aceitos. O reconhecimento fictício da receita envolve o registro de receita para uma venda não existente. Na capitalização agressiva e políticas de amortização amplas, a empresa promove um aumento no lucro informado através da minimização das despesas, seja através da capitalização agressiva de despesas que deveriam ter sido levadas a resultado ou através da amortização de montantes capitalizados por períodos extensos. Na divulgação inadequada de ativos e passivos, a empresa “infla” os lucros através da subavaliação de passivos e superavaliação de ativos. O segundo abrange a criatividade com a demonstração do resultado do exercício e os problemas com a divulgação do fluxo de caixa. A criatividade com a demonstração do resultado do exercício inclui passos adotados com o objetivo de comunicar um nível diferente de poder de geração de lucro operacional, utilizando, para isso, o formato da DRE (sem, contudo alterar o lucro líquido). Na divulgação do Fluxo de Caixa, uma empresa pode comunicar alto poder de geração de lucro divulgando fluxos de caixa mais altos e sustentáveis, através da classificação de uma despesa operacional como um investimento ou financiamento, ou uma entrada que deveria estar registrada nas atividades de financiamento ou investimento como um item operacional (sem, contudo, alterar a variação no caixa). Como exemplo de como cada uma destas categorias são abordadas pelos autores, na categoria classificação indevida de ativos e passivos, eles sugerem que as contas comumente objeto de manipulação são, no ativo, estoques, investimentos e contas a receber, e no passivo, contas a pagar, provisões, impostos a pagar e obrigações contingentes. E, para investigar se a manipulação está acontecendo mediante tais contas, eles propõem técnicas específicas de verificação para cada uma delas. Para algumas, tais técnicas equivalem à análise do comportamento das contas através do tempo e comparação com outras contas relacionadas, o que se aproximaria de uma análise horizontal e vertical. Para outras contas, no entanto, a análise quantitativa não é possível, apenas qualitativa, através do acompanhamento de informações contidas nas notas explicativas.

^{ix} Como a adesão aos níveis de Governança da Bovespa, o prazo do mandato e quantidade de conselheiros administrativos e fiscais, status do conselho fiscal (se é permanente, provisório ou não instalado), qualidade da auditoria, estrutura de propriedade, tipo de parecer da auditoria e status do administrador (se pertence ou não à diretoria).

^x 36 pertencentes ao nível 1 e 9 pertencentes ao nível 2, sendo que no nível 1, 11 remuneram seus executivos com opções, e no nível 2, 2.

^{xi} Conforme classificação Economática.

^{xii} O trabalho de Cupertino (2004) trata de prática que excede os limites legais.

^{xiii} Uma amostra final de 102 participantes de cursos de pós-graduação *lato sensu* em Administração e Contabilidade, de duas instituições de ensino com sede na cidade do Rio de Janeiro. Interessante acrescentar duas informações sobre o perfil da amostra: 50% são gerentes ou supervisores, 51% funcionários de empresas de empresas de capital fechado, 42%, de capital aberto. O questionário foi aplicado em dezembro de 2000.

^{xiv} Tukamoto (2004) investigou, para o período 1995 a 2003, se os níveis de gerenciamento das companhias brasileiras registradas na Bolsa de Valores de São Paulo emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs são diferentes, ou seja, se as empresas emissoras de ADR praticam menos gerenciamento do que as não emissoras. Os resultados encontrados não confirmaram que exista tal diferença.

^{xv} Estes autores o abordam o assunto tal como Mulford e Comiskey (2002), ou seja, sob o enfoque da Contabilidade criativa, que abrange tanto aquelas práticas que, em teoria não ultrapassam os limites da legalidade como aquelas consideradas como fraude.

^{xvi} Estudos de evento são a denominação conferida por Fama (1991) aos estudos em eficiência de mercado na sua forma semi-forte (esta denominação, por sua vez, presente em Fama, 1970), que correspondem aos estudos que investigam a velocidade com que os preços das ações refletem anúncios de informação pública