

O GERENCIAMENTO DE RESULTADO ATRAVÉS DO
INCOME SMOOTHING E A RELAÇÃO COM O RISCO DAS
AÇÕES: ESTUDO EMPÍRICO COM EMPRESAS DO
IBOVESPA

***EARNING MANAGEMENT THROUGH INCOME SMOOTHING AND THE
RELATIONSHIP WITH THE RISK OF SHARES: EMPIRICAL STUDY WITH
IBOVESPA'S COMPANIES***

Recebido em 27.11.2013 | Aceite final em 18.01.2015 |

Nota: este artigo foi aceito pelo Editor Jorge Eduardo Scarpin e passou por uma avaliação *double blind review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

BRUNO RODRIGUES FARIA

Mestrando em Administração pelo CEPEAD/UFMG | Rua São Mateus, 1345/201 |
Bairro São Mateus | Juiz de Fora | Minas Gerais | Brasil | CEP 36.025-001 | Fone:
(32) 9931-9116 | e-mail: brunorf.89@gmail.com |

HUDSON FERNANDES AMARAL

Doutor em Administração pela Universidade *Pierre Mendés* | France | Professor
Titular do CEPEAD/UFMG | Av. Antônio Carlos, 6627 | Prédio FACE | Bloco 01 – 4º
andar | Sala 4030 | Pampulha | Belo Horizonte | Minas Gerais | Brasil | CEP
31.270-901 | Fone: (31) 3409-7031 | e-mail: hfamaral@face.ufmg.br |

RESUMO

O lucro descrito nas demonstrações contábeis constitui um indicador relevante para o processo de avaliação das empresas. Com a flexibilização das normas após a adoção da IFRS existe um debate na literatura sobre as possibilidades de gerenciamento desse resultado e suas conseqüências para o mercado. Este estudo busca analisar se empresas brasileiras listadas no Ibovespa praticam esse gerenciamento na forma de alisamento de lucros e se isso gera reflexos no risco das respectivas ações. Assim, apresentam-se testes baseados na mensuração dos *accruals* que reforçam a hipótese de que essas companhias podem estar manipulando os lucros, objetivando reduzir sua variabilidade ao longo do tempo. No entanto, verifica-se que o efeito do alisamento não é percebido na mensuração do risco, reafirmando as posições de estudos anteriores no mercado brasileiro quando inseridas variáveis de mercado.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Alisamento de lucro. Risco. Accruals.

ABSTRACT

The profit disclosed in the financial statements is relevant for the evaluation process of the companies. With the flexibility of the accounting standards after the adoption of IFRS there is a debate in the literature about the management possibilities of this profit and its consequences for the financial market. This study aims to examine whether Brazilian companies listed on the Bovespa Index practice this type of management in the form of income smoothing and if this generates any impact on the risk of their shares. Therefore, we present some tests based on the measurement of accruals that reinforce the hypothesis that these companies may be manipulating profits to reduce its variability over time. However, it shows that the effect of smoothing is not realized in the measurement of risk, reaffirming the positions of previous studies in the Brazilian companies when market variables are inserted.

Keywords: Earnings management. Income smoothing. Risk. Accruals.

1 INTRODUÇÃO

O processo de avaliação de empresas utiliza os demonstrativos contábeis para obter informações relevantes sobre o estado econômico atual das organizações. Frente a isso, o lucro passa a ser um dado importante, seja para análise isolada ou para estimar os fluxos de caixa futuros. A grande dificuldade desse processo consiste no fato de que o lucro é uma informação contábil, sujeito a distorções (SCHIPPER, 1989; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; MARTINEZ, 2001; SANTOS; GRATERON, 2003). Parte dessas distorções pode ser oriunda das decisões de reconhecimento dos gestores, utilizando para isso a flexibilidade permitida na lei. Uma das causas que motivam essa manipulação é ter que mostrar resultados favoráveis frente a exigências de mercado.

A implementação das normas da IFRS ao redor do mundo tem contribuído para o aumento do número de pesquisas que tratam sobre o tema de *earnings management*, ou gerenciamento de resultados, como os de Christensen, Lee e Walker (2007) no Reino Unido, Fernandes (2007) em Portugal e Zhegal, Chtourou e Sellami (2011) na França, entre outros. A adoção desse padrão contábil permite maior flexibilidade gerencial, impactando diretamente no nível de discricionariedade empregado nas demonstrações contábeis (HEALEY, 1985). Por essa razão, pode-se perceber um maior número de publicações que tratam dessa problemática nos últimos anos, período onde diversos países adequaram seus padrões contábeis para sistemas baseados nessa norma.

No Brasil, existe uma menor abundância de estudos que tratam especificamente dessa temática, mas os trabalhos de Martinez (2001, 2008) e Baptista (2009), Soutes (2011) e outros, contribuem de maneira relevante para o tema ao revisar a teoria para o contexto nacional e verificar empiricamente os impactos dessa prática. Em tais estudos, é possível verificar algumas evidências de que as companhias de capital aberto fazem uso do gerenciamento de resultado na forma de *income smoothing* (redução da variabilidade dos lucros). Ao mesmo tempo o reflexo desses efeitos no mercado não são confirmados por autores como Christensen, Lee e Walker (2007), Nardi *et al* (2009) e Soutes (2011).

Este artigo se enquadra no contexto dessa discussão. Primeiramente, busca-se novas evidências de que as empresas de capital aberto praticam o *income smoothing*. Em seguida, de maneira complementar aos estudos existentes, tenta-se relacionar esse efeito com a variável risco das ações no mercado. Utilizam-se como amostra 63 companhias listadas no índice Ibovespa durante o período

de 2007 a 2011, intervalo de tempo que ocorre a adoção da IFRS no Brasil e onde há pressões de mercado devido ao período de crise.

Através de testes de correlação empregando os modelos de detecção de *earnings management* de Kang e Sivaramakrishnan (1995) e de diferenças de médias a partir do modelo de Eckel (1981), indica-se que, para a amostra utilizada, as empresas praticam o alisamento de lucros, mas que isso não surte efeito para a redução do risco de mercado das respectivas ações. A análise pode ser considerada robusta por utilizar dois métodos com princípios diferentes. Ainda, pode-se dizer que o resultado suporta evidências anteriores no mercado nacional.

Inicialmente, realiza-se uma revisão dos principais conceitos e estudos sobre gerenciamento de resultado e *income smoothing*. Após, apresenta-se a amostra utilizada e a origem dos dados. O trabalho segue demonstrando a metodologia utilizada para detectar o gerenciamento e com a apresentação dos resultados para o alisamento de lucros e para o risco das ações. Por fim, apresentam-se as considerações e sugestões de pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

Pode-se definir o gerenciamento de resultados como qualquer tipo de manipulação dos dados contábeis que promovem algum tipo de ajuste no valor final dos demonstrativos (SOUTES, 2011). Na visão de Schipper (1989) é a intervenção proposital com o intuito de gerar ganhos aos acionistas ou ao gestor. Para Santos e Grateron (2003) os gestores optam por realizar essas manipulações com o objetivo de transmitir uma imagem diferente da realidade para os interessados na empresa. Nardi *et al* (2009) e Hendriksen e Van Breda (1999) indicam que o lucro é uma informação útil de eficiência para o processo de valoração e que é usado como referência para orientar as decisões de investimento, principalmente no longo prazo. No entanto, ao mesmo tempo em que é uma peça chave para análises financeiras, a sua natureza contábil proporciona a possibilidade de distorções.

A motivação, portanto, parte de pressões de mercado, que desenvolvem expectativas sobre seu desempenho (MARTINEZ, 2001) principalmente em momentos críticos como IPO's e mudanças na administração (COMISKEY; MULFORD, 2002). Por essa razão, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) concluem que o ambiente influencia de maneira relevante o nível de gerenciamento de resultados.

Martinez (2006) segrega o gerenciamento de resultados em duas formas. A primeira, chamada de gerenciamento real, promove alterações no resultado através da manipulação efetiva de despesas e ativos. Em momentos onde é necessário mostrar resultados positivos, por exemplo, é comum adotar praticar de corte de gastos, redução de investimentos em pesquisa (que por dificuldade de delimitação interna entram como despesa) ou de venda de ativos para aumentar os ganhos não-operacionais.

O segundo tipo, que ganha mais atenção da literatura, é o gerenciamento artificial. Essa manipulação ocorre através das decisões dos gestores em cima de que práticas contábeis adotar. A escolha da classificação de determinadas receitas e despesas é uma forma de alterar as contas de resultado modificando o reconhecimento dessas contas. A outra é alterando o efeito temporal do reconhecimento, adiando ou adiantando a data de competência que os valores deveriam ocorrer.

Para Francis *et al* (2005), a ação de manipular os demonstrativos contábeis fornece uma sinalização ao investidor para que a interpretação dos dados favoreça, em algum sentido, a empresa ou o gestor. Os benefícios de praticar o *earnings management* podem ser diversos, atraindo novos

investidores e favorecendo a contração de empréstimos a custos mais baixos (ZENDERSKY, 2005) ou melhorando a imagem da organização no mercado de capitais (HEALEY; WAHLEN, 1999).

É importante destacar, contudo, que a prática do gerenciamento de resultados não é um ato ilegal. Conforme explicita Martinez (2001) o sistema contábil permite que o gestor utilize seu julgamento – em alguns momentos – para decidir sobre a competência de determinados lançamentos. Logo, é permitido aos responsáveis pelos demonstrativos ter algum nível de discricionariedade nos reconhecimentos de receitas e despesas (HEALEY, 1985). Para Fernandes (2007), como o padrão IFRS se baseia em princípios, e não mais de regras rígidas, esse sistema permite maior flexibilidade na gestão mesmo respeitando os limites legais.

Por essa razão, o autor mostra que a adoção da IFRS divide opiniões entre acadêmicos e gestores. Enquanto uns defendem que a flexibilidade permite melhor ajuste às necessidades de informação do mercado, para outros isso favorece a subjetividade de maneira prejudicial, diminuindo a confiabilidade dos demonstrativos. Healey (1985), por exemplo, se baseando na teoria da agência, indica que o gerenciamento de resultados leva à alocação ineficiente de recursos e a uma alteração nas expectativas dos investidores. Holthausen e Leftwich (1983) defendem essa prática por acreditar que a flexibilidade gera maior adequação da informação, reduzindo a assimetria informacional. Em trabalho mais recente, Christensen, Lee e Walker (2007) constataam que ambos os efeitos podem ocorrer, mas que isso varia de empresa para empresa.

McKee (2005) identifica quatro formas principais de gerenciamento: buscar atingir uma meta específica de referência (*target earnings*); redução de lucros atuais para aumento de lucros futuros (*big bath accounting*); geração de provisões e reservas para aumentar resultados futuros (*cookie jar reserve*); e redução da variabilidade dos lucros para evitar flutuações excessivas. (*income smoothing*). Todos esses tipos de manipulações contribuem para a geração de valor através da sinalização ao mercado de capitais e da modificação das expectativas futuras (PARFET, 2000).

Martinez (2008) afirma que essa diferença de valor é relevante apenas para análises de curto prazo, já que em horizontes longos os regimes de competência e de caixa tendem a produzir o mesmo efeito. Contudo, o autor aponta que as informações mais recentes são consideradas mais relevantes para o processo de avaliação e por isso o gerenciamento de resultado pode levar a modificações da relação entre risco-retorno e, conseqüentemente, do valor da empresa.

2.2 INCOME SMOOTHING

Em especial, muitas publicações tratam especificamente do caso de *income smoothing*. Também chamado de alisamento de resultados (FERNANDES, 2007), essa ação tem o propósito de manter os lucros divulgados em um mesmo patamar e gera benefícios claros no curto prazo. Ao evitar flutuações excessivas dos lucros (MCKEE, 2005) proporciona-se uma visão mais estável dos fluxos de resultados futuros, contribuindo para que os investidores tenham uma visão reduzida do risco sistemático (MOYER; SHEVLIN, 1995), causando uma redução no custo de capital (TRUEMAN; TITMAN, 1988). Utilizando-se dessas proposições, Thomas e Zhang (2000) avaliam a prática do *income smoothing* e constataam que ela gera um maior valor para ação.

Comiskey e Mulford (2002) indicam que essa prática é comumente adotada frente a eventos adversos, que geram variabilidade nos lucros, mas não necessariamente impactam no desempenho operacional da empresa. Assim, para evitar uma percepção de risco mais elevada, gestores promovem uma estabilização dos resultados durante a ocorrência desses eventos. Após findarem os efeitos adversos, o lucro tende a retornar ao seu nível natural, gerando um perfil de lucro equilibrado.

Essas justificativas se assemelham também às conclusões de Baptista (2009). O autor mostra que o alisamento tende a neutralizar efeitos transitórios na lucratividade ou eliminar desempenhos extremos (para cima ou para baixo). Essa prática também evita o reconhecimento de pequenos prejuízos ou sustenta um crescimento constante ao longo do curto prazo (MARTINEZ, 2001).

Para Martinez (2006), é possível que uma empresa tenha um resultado contábil estável caso tenha atingido sua maturidade de desenvolvimento e o ambiente econômico relevante da empresa possibilite uma suavização natural da variabilidade ao longo do tempo. Todavia, como mencionado anteriormente, é possível realizar o *income smoothing* de maneira artificial modificando a classificação ou o período de reconhecimento de receitas e despesas.

Os autores supracitados apontam que a estimação dos lucros futuros é parte do processo de valoração das empresas. Mesmo quando se utiliza o Fluxo de Caixa para realizar projeções de valor, ele normalmente está parcialmente relacionado com a determinação do lucro do período. Por isso, acredita-se que essa prática tem ligação com a geração de valor (PARFET, 2000).

Os estudos empíricos de Rodrigues (2007), e Martinez (2001, 2008) no Brasil detectam a presença do alisamento de resultados e descrevem que a redução da variabilidade tende a ocorrer através das contas de despesas de depreciação, provisões (de devedores duvidosos, por exemplo), atividades não operacionais, reconhecimento de perdas produtivas e considerações de ágios/deságios no valor contábeis.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 PROBLEMA DE PESQUISA E HIPÓTESE

Tendo em vista as pesquisas realizadas no âmbito internacional e nacional revisadas neste estudo, sugere-se que a situação problema existente é de que o lucro contábil pode ser propositalmente manipulado pelos gestores da empresa (SANTOS; GRATERON, 2003) com o objetivo de transmitir uma mensagem aos agentes interessados (NARDI, *et al*, 2009). Isso poderia afetar os métodos de valoração (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999), uma vez que as expectativas de desempenho poderiam ser alteradas (MARTINEZ, 2001). Em momentos críticos como crises, isso pode ocorrer buscando evitar flutuações excessivas dos lucros (MCKEE, 2005) podendo, inclusive, afetar a visão do risco e do valor da empresa (TRUEMAN; TITMAN, 1988; MOYER; SHEVLIN, 1995; THOMAS; ZHANG, 2000).

Portanto, o que se busca neste estudo é avaliar: (1) se as empresas brasileiras do Ibovespa praticaram o *income smoothing* no período de implantação da IFRS que coincidiu também com pressões de períodos de crise e; (2) se isso afetou a percepção do risco das ações.

As hipóteses são de que a maior flexibilidade proposta pela IFRS em paralelo com o cenário econômico-financeiro do período faz com que as empresas utilizem de gerenciamento de resultados na forma de alisamento de lucro, e que isso pode ajudar a reduzir o risco percebido nas ações. Tais hipóteses seguem a linha abordada por Christensen, Lee e Walker (2007), Nardi *et al* (2009) e Soutes (2011), que analisaram previamente esses impactos no custo de capital e no retorno anormal das ações.

3.2 AMOSTRA E BASE DE DADOS

O objetivo deste trabalho é verificar se é possível identificar a prática do *income smoothing* em empresas brasileiras e, caso afirmativo, se isso tem contribuído para a geração de valor através da

redução do risco de mercado das respectivas ações. Para isso, foi escolhida uma amostra de 63 empresas pertencentes ao índice Ibovespa, no período de 2007 a 2011.

Primeiro esse período marca o início da transição das empresas brasileiras para a IFRS, tendo em vista a divulgação da lei 11.638/2007, e o fim do prazo para a adoção das normas e divulgação dos demonstrativos anuais em 2010 e trimestrais em 2011. Em consonância com Fernandes (2007), Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Comiskey e Mulford (2002), e outros, fatores ambientais podem incentivar a prática do gerenciamento de resultado e, especificamente, a do alisamento dos lucros. Logo, o período em questão permeia também uma forte crise internacional que afeta os resultados dos negócios, sendo propício a se verificar tais práticas.

Além disso, vale ressaltar que tendo em vista a base de dados utilizada, *software* Econômica e dados divulgados junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a ampliação do período de amostra acarretaria em uma redução grande do número de empresas, já que uma boa parte dos dados necessários não estava disponível antes de 2006. Ressalta-se ainda que a modificação das normas contábeis ocorresse principalmente de 2006 para 2007, o que poderia gerar grandes diferenças na análise de alguns grupos de contas dos demonstrativos devido a maior heterogeneidade dos dados.

3.3 MEDIDAS DE GERENCIAMENTO DE RESULTADO

Para detectar a presença de gerenciamento de resultado, optou-se, inicialmente por utilizar as metodologias seguidas por Martinez (2008) e Baptista (2009), que por terem pesquisado especificamente o mercado brasileiro, puderam verificar os procedimentos mais válidos para essa análise. A abordagem adotada se baseia em modelos de mensuração dos *accruals* discricionários, que pelos estudos anteriores e por outros estudos internacionais, tem se mostrado confiável para apresentar o nível de gerenciamento de resultado.

O *accrual* pode ser definido como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa, ou seja, envolve todos os valores que são considerados no cálculo do resultado contábil (lucro), mas que não geram movimentação efetiva de recursos (MARTINEZ, 2008). É válido destacar que essa diferença é natural ao processo de contabilização, uma vez que o primeiro obedece ao regime de competência e o segundo ao regime de caixa. Assim, o lucro é uma medida de caráter econômico e os *accruals* impactam na diferença desse resultado para o valor financeiro.

Já os *accrual* discricionários (AD) representa a parte dos *accruals* totais (AT) oriundos de algum tipo de decisão feita pelos gestores. Logo, como o AD indica o quanto do resultado foi influenciado pelos julgamentos e manipulações (artificiais), ele pode ser utilizado como uma *proxy* relevante do gerenciamento de resultados (BAPTISTA, 2009). O AD pode adotar um valor positivo ou negativo. Caso seja positivo, indica que as decisões tomadas impactam os resultados de maneira a melhorá-los. Caso negativo aponta que o gerenciamento ocorre para reduzir os lucros.

Para Martinez (2008), o grande desafio desse tipo de estudo é identificar de maneira confiável o que representa os AD. Cita-se que boa parte deles não está representada pelo montante de uma conta patrimonial ou de resultado, mas sim como parte dessas contas. O reconhecimento das depreciações, por exemplo, parte são cabíveis a determinado período (e por isso não discricionário) e parte são oriundos da decisão de adiantar ou retardar esse reconhecimento (AD). Essa situação pode ocorrer igualmente para contas de receitas e despesas.

É importante salientar que toda empresa possui um nível de AD diferente. A legislação e as normas contábeis permitem a flexibilidade até certo ponto (HEALEY, 1985), mas esse gerenciamento não ocorre de maneira irrestrita. Acima de determinado nível, o gerenciamento de resultados começa a ser considerado prejudicial e pode ser até mesmo enquadrado em fraude contábil (NARDI *et al*,

2009). Este trabalho considera que as demonstrações divulgadas podem conter AD, mas não aborda de maneira diferenciada se estes estão ou não em níveis permitidos.

Existem diversos métodos que se propõem a realizar a estimação dos *accruals*. Healey (1985) foi o primeiro estudo nesse campo, mas considerava o nível de AT como gerenciamento de resultado. Como supracitado, existem variações naturais entre os regimes de competência e caixa e, portanto, tal mensuração pode não determinar precisamente o gerenciamento do resultado.

Jones (1991) aperfeiçoou essa ideia introduzindo modelos econométricos para estimar a parcela de AD. Essa abordagem ocorre de maneira indireta, ou seja, computa-se todos os *accruals não-discricionários* (AND) e, após isso, estima-se um modelo que consiga explicar todo o componente do AT. O resíduo dessa regressão representa a parte do AT que não é explicada pelos lançamentos naturais das empresas. Logo, a parcela não explicada representaria lançamentos controlados pelos gestores, indicando o gerenciamento de resultado. Todavia, como o modelo de Jones considera apenas esse fator em relação as receitas, o mesmo pode sofrer vieses de variáveis omitidas (MARTINEZ, 2008). O mesmo ocorre no modelo proposto por Teoh, Welch e Wong (1998).

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) buscam modificar a proposta de Jones (1991) para incluir também os efeitos dos investimentos e imobilizados na equação. No entanto, a proposta mais completa foi realizada por Kang e Sivaramkrishman (1995) [KS], que expandem o modelo de regressão para incluir as despesas operacionais e controlar as receitas pelo volume de contas a receber, além de considerar o controle dos *accruals* pelos efeitos de depreciação dos investimentos. Esse modelo também é útil para mitigar o problema de comparabilidade em períodos inflacionários como ocorreu no Brasil e permitir a inclusão de variáveis instrumentais para o problema de autocorrelação, quando detectado (KENNEDY, 1998).

Assim, por representar uma proposta mais robusta para captar os AD de várias fontes de gerenciamento e permitir corrigir problemas no modelo econométrico não atendidos pelos demais modelos, adota-se o modelo KS como instrumento de mensuração neste estudo. O modelo de KS (1995) é descrito a seguir.

$$AT_{it} = \varphi_0 + \varphi_1[\delta_1 rec_{it}] + \varphi_2[\delta_2 desp_{it}] + \varphi_3[\delta_3 imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$

Em que: AT_{it} = *Accruals* Totais; Rec_{it} = Receita Líquida; $Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais Antes de Depreciação e Amortização; $Imob_{it}$ = Ativo Imobilizado; δ_1 = Contas a Receber $_{(t-1)}$ / Receita Líquida $_{(t-1)}$; δ_2 = (Variação do Capital de Giro - Contas a Receber $_{(t)}$) / $Desp_{(i,t-1)}$; δ_3 = Depreciação $_{(t-1)}$ / Ativo Imobilizado $_{(t-1)}$; ε_{it} = *Accruals Discricionários*.

Como se pode verificar, o modelo de KS (1995) utiliza contas do balanço patrimonial das empresas para mensurar os *accruals*. A adaptação das variáveis descritas para a realidade brasileira seguiu o descrito em Martinez (2008). Os AT são estimados pela variação do capital de giro líquido, excluindo-se disponibilidades e financiamentos de curto prazo, subtraída pelas depreciações e amortizações e provisões tributárias. Das receitas líquidas foram excluídos os impostos sobre faturamento. Para as despesas, consideram-se os valores operacionais antes dos juros e despesas não desembolsáveis (depreciações e amortizações). O ativo imobilizado, ou permanente, representa as contas Propriedades, Plantas e Equipamentos utilizados originalmente pelos autores. Destaca-se, por fim, que todos esses valores são mensurados como percentual em relação ao Ativo Total, eximindo o modelo dos efeitos do nível de AD em função do tamanho da empresa. Os parâmetros δ indicam fatores específicos das empresas da amostra, conforme indicado acima.

No Brasil, vários estudos empíricos utilizam o modelo KS e atestam a sua aplicabilidade e superioridade frente às demais metodologia para as condições do país. Dentre eles, pode-se citar

Nardi *et al* (2009), Martinez (2001, 2008), Silva e Bezerra (2010), Paulo, Martins e Corrar (2007). Como aponta Thomas e Zhang (2000), que executaram uma revisão abrangente e uma verificação empírica dos diferentes modelos, esse método é o mais consistente no cenário internacional. Todavia, os autores afirmam que nenhum modelo é absolutamente dominante frente aos demais em todos os casos, uma vez que o ambiente e as normas de cada país podem impactar na sua validação.

O procedimento de estimação pode ser feito por diferentes técnicas. O modelo mais básico utiliza os Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) simples, em que ocorre a minimização dos erros tendo em vista as variáveis independentes. Ainda como sugere Martinez (2008), pode-se incrementar esse modelo com a inclusão de variáveis *dummy* (binárias) para verificar a diferença entre os anos. Caso algum efeito atípico e específico daquele ano tenha impacto relevante no nível de gerenciamento de resultados das empresas, o valor dessas variáveis será significativo.

Segundo Kennedy (1998), no modelo KS pode ser verificada a presença de simultaneidade entre as variáveis explicativa e dependente, o que pode gerar autocorrelação na regressão. Para estes casos, aplica-se o modelo de Variáveis Instrumentais por resultar em um erro estimado (AD) preciso. O autor recomenda que sejam utilizados os próprios parâmetros δ defasados em um período em uma regressão de dois estágios, uma vez que eles têm relação com a variável explicativa, mas não possuem relação com os resíduos.

Ainda, por se tratar de uma análise de várias empresas e diferentes períodos, é possível utilizar as técnicas de estimação em painel. Esses procedimentos de regressão consideram a heterogeneidade entre as empresas e são frequentemente utilizados na literatura de contabilidade, economia e finanças, pois possibilita modelar a diferença de comportamento entre os indivíduos. Neste estudo, utilizaram-se os métodos *pooled*, de efeitos fixos e aleatórios. O primeiro utiliza propriedades do MQO para gerar estimativas dos parâmetros. O procedimento por efeitos fixos considera um efeito no intercepto constante e específico para cada indivíduo da amostra. Já o procedimento de efeitos aleatórios envolve a presença de um efeito aleatório e constante para cada indivíduo.

Por se tratar de uma análise econométrica, a validade dos modelos e a decisão entre eles devem ser baseadas em procedimentos de teste. Para as regressões, utilizou-se o teste de normalidade dos resíduos Jarque-Bera, o teste através do Fator de Inflação da Variância para verificar multicolinearidade em regressões múltiplas, teste de Breusch-Pagan para detecção de heterocedasticidade e de Breusch-Godfrey para autocorrelação. Na presença de heterocedasticidade, tentou-se verificar a existência de *outliers* na amostra e caso a exclusão desses dados não elimine o problema, utilizou-se o estimador robusto de White para mitigar seus efeitos. Os resultados dos modelos de regressão para a amostra utilizada podem ser visualizados na Tabela 1.

O modelo MQO original inicialmente apresentou estatísticas satisfatórias depois de ajustado para correção da heterogeneidade. Os resultados indicam proximidade com as estimações feitas por Martinez (2008) em que somente o parâmetro ϕ_3 não se mostrou significativo. No entanto, o valor de ajuste do R^2 foi praticamente o dobro do obtido naquele estudo. Conforme indica a autor, a não significância de um das variáveis pode incorporar erros de mensuração, que constitui um risco para a análise do gerenciamento. Por esta razão, é necessário avaliar outros modelos de regressão.

O segundo modelo acrescenta apenas variáveis binárias para cada um dos anos, buscando expurgar os efeitos de eventos específicos. O resultado aponta que entre 2007 e 2011 não houve diferenças significantes no nível de AT devido a efeitos externos e por isso todas as variáveis binárias foram estatisticamente iguais a zero. Todavia, a inclusão desse efeito tornou o parâmetro ϕ_3 significativo a 1%. Houve uma redução na significância do parâmetro ϕ_2 , mas ainda assim o mesmo foi relevante a 5%. O modelo apresentou um R^2 superior ao MQO com a inclusão das variáveis de ano e se mostrou relevante pelo teste F. Porém, como esse modelo inclui variáveis não significantes, isso pode comprometer a estimação dos AD ao impactar nos resíduos da regressão.

Tabela 1 – Estimativas dos *Accruals* Discricionários pelo modelo KS (1995)

Variável Dependente: Variáveis Explicativas	Accruals Totais (AT)					
	MQO	MQO (i.ano) [#]	VI	Pooled	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
ϕ_0	- 0.286268 (-12.11)*	- 0.320261 (-8.92)*	- 0.209387 (-3.63)*	- 0.301513 (-10.49)*	- 0.336746 (-11.77)*	- 0.3834325 (-15.84)*
ϕ_1	- 0.6969601 (-5.42)*	- 0.7089100 (-4.08)*	- 1.2511010 (-3.68)*	- 0.6014752 (-4.69)*	- 0.492153 (-2.33)**	- 0.196016 (-0.71)
ϕ_2	0.0603037 (3.50)*	0.0601711 (1.93)**	- 0.0576812 (-0.13)	0.0607900 (3.72)*	0.2225710 (2.11)**	0.0820934 (5.30)*
ϕ_3	0.0127190 (0.78)	0.0151705 (5.68)*	0.0170260 (1.08)	0.0277392 (1.80)***	0.0187142 (2.02)**	0.0423478 (2.78)*
N	270	270	246	270	270	270
R ² (adj)	0.1628	0.1712	.	0.158	0.074	0.0621
F/Wald	(65.25)*	(35.27)*	(27.25)*	(35.88)*	(25.22)*	(30.23)*

Fonte: Dados da pesquisa

*Significante a 1%, **Significante a 5%, ***Significante a 10%

[#]variáveis binárias não significantes omitidas

O teste de Breusch Godfrey não apontou a presença de autocorrelação e por isso, para essa amostra, não se pode afirmar que existe problemas de variáveis endógenas por essa perspectiva teórica. Todavia, como recomenda Kennedy (1998), o modelo com variáveis instrumentais (VI) defasadas foi testado. Verificou-se pelo teste de Sargan, em contraposição ao esperado, que os instrumentos utilizados não foram válidos. Além disso, ϕ_2 e ϕ_3 passam a não ser significantes o que torna o modelo inadequado para o propósito deste estudo. Outro problema apresentado pelo modelo VI é que houve a necessidade de utilizar dados do ano de 2006. Como supracitado, para gerar as variáveis defasadas foi necessário promover alguns ajustes nos dados. Como nem todas as empresas tinham os dados necessários disponíveis nessa data, algumas observações foram perdidas.

O modelo de dados em painel *Pooled* se mostrou satisfatório para explicar a variável AT. Os três primeiros parâmetros estimados se mostraram significantes a 1% e parâmetro ϕ_3 foi relevante a 10%. O modelo como um todo teve significância a 1% e um R² de 0.158, que pode ser considerado alto para o tipo de análise em questão. Inicialmente, esse modelo de regressão se apresenta como uma boa alternativa para estimar os AD, mas é necessário compará-lo com os demais modelos em painel.

O modelo de efeitos aleatórios demonstrou problemas no parâmetro ϕ_1 . O valor estimado não foi significativo, apesar de todos os demais valores terem relevância a 1%. O poder de explicação caiu para menos da metade em relação aos testados anteriormente, mas ainda assim foi significativo para explicar a variável AT. Já o modelo de efeitos fixos, assim como o *Pooled*, apresentou valores significantes para todos os parâmetros estimados e para o modelo como um todo (considerando um nível de 5% de significância).

É válido destacar nessa análise que, salvo exceção do modelo VI para ϕ_2 , os sinais dos parâmetros se mantiveram em todas as regressões. Os valores de ϕ_0 e ϕ_1 foram negativos e os valores para ϕ_2 e ϕ_3 foram positivos. Isso indica que, apesar das diferenças entre os modelos de estimação, os efeitos das variáveis do modelo KS foram consistentes para o cenário brasileiro. Conforme apresentado, o sinal positivo indica que há discricionariedade para aumentar os lucros e o sinal negativo para reduzi-lo.

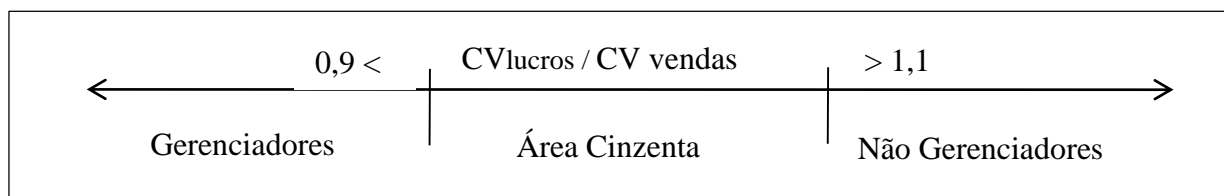
Para escolher entre os modelos possíveis, utilizaram-se os testes do multiplicador Lagrangeano de Breusch-Pagan e o teste de Hausman. Após essa verificação, optou-se pelo modelo de dados em painel com efeitos fixos para estimar os *accruals* discricionários. Logo, utilizou-se dos resíduos desse

modelo de regressão para gerar a série de dados do AD. Isso implica dizer que as diferenças entre os grupos (empresas) podem ser capturadas na diferença dos interceptos do modelo de regressão, ou seja, que existe diferença entre os indivíduos e cada um apresenta um nível diferente de AD de acordo com o tipo de negócio, segmento e características próprias daquela empresa. Assim como sugerem Healey (1985) e Martinez (2006), uma parte do gerenciamento é natural de cada setor ou empresa que represente o efeito fixo do modelo.

Outra metodologia empregada no cenário nacional e utilizada neste trabalho é descrita em Soutes (2011). A autora se baseia no teste de detecção desenvolvido por Eckel (1981), que considera que a maior parte das suavizações não ocorre na conta das receitas ou vendas e sim nos custos e despesas operacionais ou ainda nas movimentações não operacionais. Por isso, uma medida que pode indicar o gerenciamento de resultado é dada pelo coeficiente de variação dos lucros em relação ao coeficiente de variação das vendas.

Kamarudin, Ismail e Ibrahim (2005) sugerem que empresas que tenham esse valor abaixo de 0,9 utilizam algum tipo de manipulação para reduzir a variabilidade dos lucros. Empresas com valores acima de 1,1, pode-se dizer que o nível de gerenciamento é muito baixo e se espera que boa parte das variações ocorra por razões naturais, pelo efeito da alavancagem, inclusive. Caso alguma empresa apresente um valor entre esses dois referenciais, os autores indicam que não é possível obter uma conclusão precisa e por isso classificam a empresa em uma “área cinzenta”. A Figura 1, retirada de Soutes (2011) representa o critério de classificação.

Figura 1 – Modelo de detecção de gerenciamento baseado em Eckel (1981)

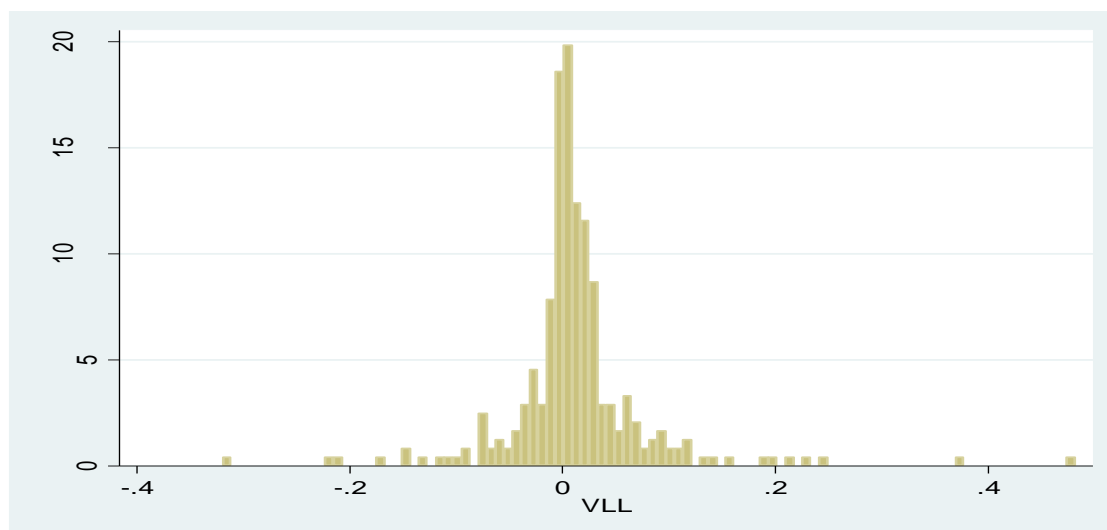


Fonte: Soutes (2011)

Como forma alternativa de detectar a presença de gerenciamento de resultados e de *income smoothing* utilizou-se o critério acima juntamente com o procedimento descrito por Paulo, Martins e Corrar (2007) e Rodrigues (2007). Tais autores sugerem que variações anormais de lucro líquido ponderadas pelo ativo em valores próximos de zero são evidências de gerenciamento para evitar a variabilidade de resultado.

A análise visual do histograma, ou seja, da distribuição do lucro líquido ao redor do ponto de referência zero, permite verificar a maior ou menor concentração de variações em torno de zero para uma amostra. A Figura 2 apresenta o histograma da amostra utilizada e a Tabela 2 aponta a separação empresas pelo critério de Eckel (1981).

Figura 2 – Histograma das variações dos resultados contábeis



Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 – Classificação das empresas segundo Eckel (1981)

	Gerenciadoras	Área Cinzenta	Não Gerenciadoras
Número de empresas	19	9	35

Fonte: Dados da Pesquisa

A partir da classificação de Eckel (1981), é possível separar os grupos de empresas gerenciadoras e não gerenciadoras. A construção de uma variável *dummy* seguindo esse modelo (excluindo as empresas na área cinzenta) permite visualizar e comparar se as unidades gerenciadoras são aquelas que apresentam menores variações do lucro líquido (VLL). Esse tipo de teste é semelhante ao realizado em Healey (1985).

Sendo assim, serão realizados dois tipos de teste para verificar a presença de *income smoothing*: de correlação e de médias. O primeiro indica se existe relação entre o nível de gerenciamento e os resultados (lucros) das empresas. O segundo, objetiva comprovar esse efeito separando por um critério diferente, verificando se a média entre os grupos das empresas consideradas gerenciadoras é estatisticamente diferente das demais.

Em seguida, baseando-se em Parfet (2000), Comiskey e Mulford (2002) e outros, procura-se evidenciar se o gerenciamento de resultado através do alisamento dos lucros contribui de maneira relevante para o mercado. Assim, partindo da verificação do resultado de Soutes (2011) que não observou retornos anormais entre empresas gerenciadoras e não gerenciadoras, pretende-se verificar se o *earnings management* contribui para um menor risco das ações. Essa sustentação é fornecida por Trueman e Titman (1988) e Moyer e Shevlin (1995) na literatura internacional que indicam, pela questão informacional, ocorrer uma redução na percepção de risco dos investidores. Assim, se o *earnings management* gera valor (THOMAS; ZHANG, 2000) uma das formas desse efeito ocorrer pode ser a redução do risco.

Como medida de risco das ações utilizou-se o coeficiente beta (β) descrito no modelo CAPM. Como propõe a teoria fundamentada em Sharpe (1964) esse coeficiente mensura o risco de uma carteira ou ação em relação às flutuações que ocorrem na carteira de mercado. Portanto, a prática do

gerenciamento de resultado, segundo o que se propõe neste estudo, poderia afetar de maneira singular as perspectivas de risco e retorno daquela ação (ou carteira), uma vez que ao analisar os resultados históricos e fluxos futuros, os agentes teriam informações com efeitos de *income smoothing*. Ao mesmo tempo, a carteira de mercado não seria afetada de maneira relevante, pois esta é, a princípio, diversificada e eficiente.

Para calcular, utilizaram-se as cotações diárias de cada ação das empresas e do mercado, representado aqui pelo índice de ações do Ibovespa. A partir das covariâncias entre esses valores divididas pela variância de mercado, estimou-se o coeficiente beta para cada empresa e para cada ano. Todavia, o setor ao qual pertence à empresa pode influenciar nessa análise e por isso, seguindo Martinez (2006) utilizou-se esse fator de controle para reduzir os impactos específicos do mercado nas empresas. A classificação utilizada determina 3 grupos: comércio/varejo, serviços e infraestrutural. Essa escolha se dá para possibilitar agrupamentos relevantes em uma amostra não tão grande. Ainda, como medida alternativa para o risco, utilizou-se o Desvio Padrão dos preços diários das ações. Os testes realizados serão semelhantes aos testes para verificação do *income smoothing*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir da mensuração dos *accruals* discricionários evidenciada anteriormente, utilizou-se a correlação de Pearson para verificar se o gerenciamento de resultados ocorre na forma de *income smoothing*. Sendo assim, a Tabela 3 verifica esses efeitos entre AD e a variação dos lucros líquidos (VLL). Espera-se, conforme indica Martinez (2008), que o sinal dessa relação seja negativo, evidenciando que empresas com maior nível de gerenciamento possuem menor variação dos lucros.

Tabela 3 – Teste de Correlação entre os AD e VLL

	Comércio/Varejo	Serviços	Intra-estrutura	Total
Número de empresas	21	13	29	63
Correlação	-0.0636	-0.1261	-0.2387	-15.66
p-value	0.5425	0.0545	0.0087	0.0100

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme esperado, o coeficiente de correlação se mostrou com o sinal negativo em todos os setores analisados. Isso mostra que quanto maior o nível de AD de uma empresa e, conseqüentemente, de gerenciamento de resultado, menor será a variação dos seus lucros. Todavia, apesar do sinal ter um resultado que indique a existência do alisamento de resultados, o valor da correlação para o setor de comércio e varejo não foi significativo. Para os demais agrupamentos, a correlação foi relevante a 10% para o setor de serviços e a 1% para o setor de infraestrutura e para a amostra completa. Dessa forma, pode-se dizer que o teste de correlação confirma resultados anteriores no Brasil, evidenciando a existência de *income smoothing*, tal qual em Martinez (2006).

De maneira alternativa, conforme Soutes (2011) busca-se agregar maior robustez a essa evidência. Sendo assim, utilizando a medida de Eckel (1981) pretende-se verificar através de um teste de diferença de média se os grupos de empresas gerenciadoras e não gerenciadoras são estatisticamente diferentes para as variações do lucro líquido. A Tabela 4 apresenta os resultados por setor, onde o grupo indicado por 1 representa as empresas identificadas que praticam o *earnings management*.

Tabela 4 – Teste de médias entre empresas gerenciadoras e a VLL

Grupo	Eckel	Obs	Média	Desvio Padrão	p-value
Comércio/Varejo	0	64	0.0205391	0.0490168	0.0082
	1	29	-0.122693	0.0643032	
Serviços	0	48	0.042398	0.0607617	0.09513
	1	12	0.028004	0.01191864	
Intra-estrutura	0	71	0.0211646	0.0766643	0.2624
	1	48	0.000296	0.1253935	
Total	0	183	0.0165065	0.0640275	0.0577
	1	91	-0.0033208	0.1076478	

Fonte: Dados da Pesquisa

Analisando inicialmente a amostra completa, percebe-se que o grupo de empresas com indicação de gerenciamento de resultado apresentam uma média inferior e com sinal negativo. Esse resultado foi significativo a 10% e consiste em uma evidência inicial do alisamento de resultados. É interessante notar que o valor negativo da média do VLL mostra que existe a prática de redução dos lucros. Contudo, pelo coeficiente ter um valor absoluto muito pequeno e pelo valor do desvio padrão calculado, é provável que exista boa parte das variações das empresas gerenciadoras em resultados ao redor de zero. Em consonância com Paulo, Martins e Corrar (2007), acredita-se que isso mostra a prática do *income smoothing*.

Os resultados para a amostra completa se sustentam apenas para o setor de comércio e varejo. Neste caso, a significância do teste mostra a relevância das diferenças a 1% e a manutenção do sinal negativo da média das empresas gerenciadoras. Para o setor de serviços pode ser verificada significância das diferenças ao nível de 10%, mas ocorre a reversão do sinal da média. O valor positivo, conforme Baptista (2009), indica que nesse setor ocorre a manipulação dos lucros com o objetivo de aumentá-los e a média próxima de zero também indica alisamento de resultado. Já para o setor de infraestrutura, o resultado do teste de média não foi relevante, uma vez que o valor absoluto do VLL ficou muito próximo entre os grupos e o desvio padrão dos mesmos foi elevado.

Em suma, de maneira geral, as evidências dos testes de correlação através do modelo KS (1995) e do teste de médias pelo modelo de Eckel (1981), confirmam os resultados anteriores verificados no Brasil por Martinez (2006). Ambos apontam que parte das empresas da amostra do Ibovespa praticam o gerenciamento na forma de alisamento de lucros.

A partir dessa constatação, e tendo observado que essa prática pode influenciar a percepção do risco de mercado das ações dessas companhias (TRUEMAN; TITMAN, 1988; MOYER; SHEVLIN, 1995), pretende-se buscar evidências dessa relação no mercado brasileiro. Para isso, utilizou-se o mesmo tipo de testes substituindo a variável VLL pelas variáveis de mensuração de risco do mercado. As Tabelas 5 e 6 apresentam os resultados obtidos, respectivamente. O Painel A utiliza como medida de risco o beta das ações dessas companhias e o Painel B testa o desvio padrão das ações.

Tabela 5 – Teste de Correlação entre os AD e o risco das ações

	Comércio/Varejo	Serviços	Infraestrutura	Total
<i>Painel A</i>				
Número de empresas	21	13	29	63
Correlação	-0.0315	-0.0387	0.0481	-0.0164
p-value	0.7659	0.777	0.6069	0.7907
<i>Painel B</i>				
Número de empresas	21	13	29	63
Correlação	0.0331	0.2421	0.1269	0.0797
p-value	0.7539	0.0722	0.1729	0.1958

Fonte: Dados da Pesquisa

Utilizando o coeficiente β como medida de risco, pode-se verificar que a correlação não foi significativa para nenhuma das subdivisões da amostra. O valor da correlação, com exceção da subamostra do setor de infraestrutura, indicou um resultado negativo para o teste. Caso significativo, isso mostraria que o quanto maior o nível de gerenciamento de resultados (na forma de alisamento de lucros) menor seria o beta das ações, ou seja, o seu risco.

O Painel B da Tabela 5, realizado o mesmo teste com a medida do desvio padrão do preço das ações. A correlação para a amostra completa não foi relevante e apenas o valor da subamostra do setor de serviço obteve significância a 10%. O sinal da correlação para todos os casos foi positivo, que é um valor contrário ao que se espera da relação teórica indicada. Nesse caso, um maior gerenciamento de resultado contribuiria para um aumento do risco das ações.

Essa hipótese pode estar mais próxima do proposto por Holthausen e Leftwich (1983). A flexibilidade das normas contábeis, por essa perspectiva, reduziria a assimetria informacional e por isso, mesmo com a existência de alisamento de resultados, os investidores seriam capazes de perceber essas ações e ajustar suas expectativas de ganhos futuros. Apesar de ir contra o proposto por Trueman e Titman (1988), a evidência foi em sua maioria não significativa e por isso não se poder afirmar que existe relação entre o alisamento dos lucros e o risco.

Para tentar verificar esse efeito através de outra análise, utilizou-se o teste de média com a medida de Eckel (1981). O Painel A da Tabela 6 mostra que o resultado para a amostra completa, utilizando o coeficiente β como medida de risco, foi significativa e a média do grupo de empresas que gerencia seu resultado foi superior. Esse resultado vai contra a relação esperada. No entanto, conforme afirmação de Martinez (2006), a análise conjunta desse índice pode ser distorcida pois os fatores inerentes as características dos setores podem influenciar os betas a serem maiores ou menores independentemente do nível de gerenciamento. Por essa razão é mais plausível verificar a diferença das médias nas subamostras por setor.

Nessa análise, os valores das médias foram considerados estatisticamente diferentes apenas para o setor de comércio/varejo. Para os demais, os valores não foram significativamente relevantes. Assim como mencionado, a média do grupo com gerenciamento de resultado foi superior, gerando mais uma evidência de que a hipótese de transferência do alisamento dos lucros para o risco de mercado não é verificada.

A análise do Painel B da Tabela 6 apresenta somente resultados não estatisticamente diferentes entre as médias. Conforme analisado, a não significância desses valores não permite confirmar a hipótese de que o *income smoothing* gera redução da variabilidade dos preços das ações. A única diferença, para esse caso, é que as médias do grupo das companhias gerenciadoras foi inferior em valores absolutos.

Esses resultados são semelhantes aos testes de Nardi *et al* (2009) e Soutes (2011) que verificam os efeitos do gerenciamento nas variáveis de mercado. Ambas pesquisas constataam que apesar da relação teórica esperada, não se pode afirmar que uma empresa gerenciar ou não seu resultado impacta no comportamento de mercado de suas ações. Logo, aliado a essas pesquisas, que verificam a questão do custo de capital e dos retornos anormais, pode-se dizer que no mercado brasileiro, as evidências que o *income smoothing* gera valor de mercado das ações tem se mostrada cada vez mais fraca.

Tabela 6 – Teste de médias entre empresas gerenciadoras e o risco das ações

Grupo	Eckel	Obs	Média	Desvio Padrão	p-value
<i>Painel A</i>					
Comércio/Varejo	0	64	0.7056449	0.401666	0.0093
	1	29	0.9176178	0.2513431	
Serviços	0	48	0.8033033	0.3566021	0.6249
	1	12	0.8533866	0.3074602	
Intra-estrutura	0	71	0.8132238	0.3481429	0.7095
	1	48	0.836501	0.3252793	
Total	0	183	0.773809	0.3708109	0.0391
	1	91	0.8647035	0.3001083	
<i>Painel B</i>					
Comércio/Varejo	0	64	0.2216642	0.0830629	0.2781
	1	29	0.2031049	0.0618088	
Serviços	0	48	0.2063994	0.0832768	0.8182
	1	12	0.2009308	0.069909	
Intra-estrutura	0	71	0.1972352	0.083846	0.7698
	1	48	0.1928264	0.0800248	
Total	0	183	0.2080041	0.0836524	0.2911
	1	91	0.1973519	0.0725827	

Fonte: Dados da Pesquisa

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Uma das informações mais importantes das demonstrações contábeis é o resultado econômico, ou o lucro. Conforme algumas pesquisas apontam, os valores de lucro ou prejuízo são relevantes para o processo de estimação de valor e por isso alguns modelos de avaliação de empresas se baseiam, totalmente ou parcialmente, nesse resultado. Com a flexibilização das normas após a adoção da IFRS, existe um debate na literatura sobre os efeitos que essa mudança pode causar no mercado. De um lado, alguns autores defendem que isso reduziria a assimetria informacional. Do outro, espera-se que haja uma distorção nas expectativas dos agentes. Em meio a essa discussão, os estudos sobre o gerenciamento de resultado tem se intensificado.

Evidências anteriores no Brasil apontam que as companhias utilizam do *earnings management* com o objetivo de reduzir a variabilidade dos resultados divulgados. Os testes realizados neste trabalho confirmam essa hipótese para a amostra de 63 empresas do Ibovespa. O teste de correlação aponta que existe ligação entre os *accruals* discricionários, ou seja, as manipulações nos lucros realizadas pelos gestores de maneira artificial, e a variação dos lucros líquidos. Empresas que praticam mais gerenciamento, neste trabalho mensurado pelo modelo KS (1995) por uma regressão em painel com efeitos fixos, tendem a apresentar menores variações no lucro. A evidência foi confirmada também com o teste de médias agrupado pelo modelo de Eckel (1981). O grupo de empresas gerenciadoras

teve média menor e com valores próximos de zero, o que, na visão de Paulo, Martins e Corrar (2007) e outros, indica o alisamento dos lucros.

Sendo assim, espera-se pela teoria que, no contexto onde ocorre o gerenciamento na forma de *income smoothing*, haja reflexos nos valores das ações do mercado. Evidências anteriores no Brasil apontam que esse efeito não é percebido nos retornos anormais ou no custo de capital. Neste artigo, acrescenta-se que a relação com a mensuração do risco das ações também não foi relevante.

A contraposição da teoria pode indicar peculiaridades no mercado brasileiro que distorcem essa relação, ou até mesmo os efeitos da crise financeira que coincide com o período da amostra. Uma sugestão, feita por Nardi *et al* (2009), é de que o mercado brasileiro tem uma concentração maior que o norte-americano, bem como uma pulverização menor do controle acionário. Isso pode afetar as expectativas dos agentes, reconhecendo o *earnings management*, mas não deixando que isso se transpareça em suas análises de risco e valor. Ou ainda, a medida de risco utilizada neste estudo pode não captar esses efeitos do gerenciamento por utilizar as cotações diárias, que sofrem efeitos de outras fontes informacionais.

Assim como Soutes (2011) os estudos no mercado brasileiro têm apontado para a não ligação do gerenciamento com as variáveis de mercado. Logo, deve-se investigar mais a fundo as razões pela qual as empresas praticam essas manipulações. Conforme Martinez (2008) os modelos de mensuração por *accruals* não são perfeitos e se utilizam de *proxies* para tentar captar os AD dentro de contas ou parte de contas. Todavia, o resultado aprestando foi robusto, pois foi comprovado por outra abordagem substancialmente diferente.

Podem-se levantar, assim, algumas hipóteses para testes futuros. Primeiro, o gerenciamento pode ocorrer para fins fiscais ou do interesse dos controladores. Segundo, os modelos de avaliação de mercado incorporam outras variáveis além das testadas nos trabalhos citados. Terceiro, o momento econômico pode estar influenciando a verificação dessas relações, principalmente pelo fluxo informacional. Quarto, a amostra do Ibovespa pode reunir características singulares frente a outros mercados desenvolvidos.

Consultando a literatura internacional, sugere-se que seja possível empregar outras técnicas de comparação entre empresas. A grande dificuldade, no Brasil, consiste da base de dados existentes. Procedimentos mais avançados para mensuração como os de *matchings estimators*, por exemplo, são de difícil realização. Este estudo pode ser ampliado também utilizando outros modelos econométricos para mensuração dos *accruals*. Modelos mais sofisticados de variáveis instrumentais e de painel podem ser testados e são passíveis de aplicação futura. Destaca-se ainda, que os resultados não podem ser generalizados e correspondem à amostra e ao período descrito.

REFERÊNCIAS

- BAPTISTA, E. Teoria em Gerenciamento de Resultados. *Revista de Contabilidade da UFBA*, v. 3, n. 2, 2009.
- CHRISTENSEN, H. LEE, E. WALKER, M. Cross-sectional variation in the economic consequences of international accounting harmonization: The case of mandatory IFRS adoption in the U. *The International Journal of Accounting*, v. 42, p. 341–379, 2007.
- COMISKEY, E. MULFORD, C. *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. New York: John Willey Trade, 2002.
- DECHOW, P. SLOAN, R. SWEENEY A. Detecting earning management. *The Accounting Review*. v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.

FERNANDES, F. O impacto da entrada em vigor das IFRS na gestão de resultados: a experiência ibérica. 2007. 139 p. *Dissertação* (Mestrado em Ciências Contábeis - Finanças) – Faculdade de Economia. Universidade de Porto. Porto, 2007.

FRANCIS, J. *et al.* The market pricing of accrual quality. *Journal of Accounting and Economics*, v.39, p. 295-327, 2005.

HEALEY, P. The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting Economics*, v. 7, p. 85-107, 1985.

_____. WAHLEN, J. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, v. 13, p. 365-383, 1999.

HENDRIKSEN, E. VAN BREDA, M. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

HOLTHAUSEN, R. LEFTWICH, R. The economics consequences of accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, v. 5, n. 2, p.77-117, 1983.

JONES, J. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, v. 29, p. 193-228, 1991.

KAMARUDIN, A. ISMALL, W. IBRAHIM, M. Income Smoothing and Market Perception of Accounting Numbers: An Empirical Investigation of Extraordinary Items. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, v. 3, n. 1, p. 49-70, 2005.

KANG, S. SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.

KENNEDY, P. *A guide to econometrics*. Cambridge: MIT Press, 1998.

LEUZ, C. NANDA, D. WYSOCKI, P. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, p. 505-527, 2003.

MARTINEZ, A. Gerenciamento de Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 201. 153p. *Tese de Doutorado em Ciências Contábeis*. Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

_____. Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smoothing no Brasil. *Revista Universo Contábil*, v. 2, n. 1, p. 09-25, 2006.

_____. Detectando earnings management no Brasil: Estimando os accruals discricionários. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*, v. 19, n. 46, p. 7 – 17, 2008

MCKEE, T. *Earnings management: an executive perspective*. USA: Thomson, 2005.

MOYER, A.; SHEVLIN, C. Income smoothing and incentives: empirical test. *The Accounting Review*. Sarasota, v. 62, n. 2, p. 358-377, 1995.

NARDI, P. *et al.* A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, v. 5, n. 4, p. 06-26, 2009.

PAULO, E. MARTINS, E. CORRAR, L. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *Revista de Administração de Empresas*, v. 47, n. 1, 2007.

PARFET, W. Accounting subjectivity and earnings management: a preparer perspective. *Accounting Horizons*, v. 14, p 481-488, 2000.

RODRIGUES, A. Gerenciamento dos resultados contábeis através de receitas e despesas não operacionais: estudo empírico das companhias “Nível 1” – Bovespa. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, v. 2, n. 1, p.5-18, 2007.

- SANTOS, Ariovaldo dos; GRATERON, Ivan R. Contabilidade criativa e responsabilidade dos auditores. *Revista de Contabilidade & Finanças – USP*. São Paulo, n. 32, p. 7 – 22, 2003.
- SCHIPPER, K. Earning Management. *Accounting Horizons*, v. 3, n.4, p. 91-102, dez, 1989.
- SILVA, J. BEZERRA, F. Análise do gerenciamento de resultados e o rodízio de firmas de auditoria nas empresas de capital aberto. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 12, n. 36, p. 304-321, 2010.
- SHARPE, W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, v. 19, n. 3, p. 425-442. 1964.
- SOUTES, D. Gerenciamento de resultados contábeis e retorno anormal: o mercado brasileiro reage ao gerenciamento de resultados contábeis? *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 3, n. 3, p. 51-65, 2011.
- TEOH, S. WELCH, I. WONG, T. Earnings management and the long run underperformance of seasoned public offerings. *Journal of Financial Economics*. v. 50, p. 63-99, 1998.
- THOMAS, J; ZHANG X. J. Identifying Unexpected Accruals: a comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*. New York, 19 (4/5), 2000.
- TRUEMAN, B; TITMAN, S. Explanation of accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, p. 127-139, 1988.
- ZENDERSKY, H. Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil – 2000 a 2004. 2005. 131 f. *Dissertação* (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFPE/UFRN). Brasília, 2005.
- ZHEGAL, D. CHTOUROU, S. SELLAMI, Y. An analysis of the effect of mandatory adoption of IAS/IFRS on earnings management. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, v. 20, p. 61–72, 2011.