

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

BIANCA PILOTO SINCERRE

EMISSÃO DE DÍVIDA E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

SÃO PAULO

2015

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

BIANCA PILOTO SINCERRE

EMISSÃO DE DÍVIDA E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Administração, sob a orientação do Prof. Dr. José Odálio dos Santos.

São Paulo
2015

BANCA EXAMINADORA

Ao meu avô Armando Piloto (em memória)

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. José Odálio dos Santos, meu orientador, por partilhar seus conhecimentos e valiosas contribuições para o término deste trabalho. Agradeço também por depositar toda a sua confiança desde a minha graduação, me incentivando a seguir a carreira acadêmica.

Ao Prof. Dr. Rubéns Famá, pelos valiosos conselhos, dedicação e ajuda para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço também pelos ensinamentos e contribuições em sala de aula, o qual tive o prazer de participar.

Aos membros da banca, Prof. Dr. José Roberto Securato e Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, pelas importantes sugestões e comentários pertinentes que foram fundamentais para a composição e término do trabalho.

A todos os professores do Programa de Pós Graduação em Administração, cujas disciplinas ministradas contribuíram para a minha formação acadêmica e profissional.

À Rita de Cássia Sorrentino, por todo carinho, amizade e apoio ao longo do curso.

A todos os colegas da turma que me acompanharam neste desafio.

À Saint Paul Escola de Negócios, pela oportunidade de fazer parte do processo de monitoria. Em especial, ao Prof. Dr. Adriano Mussa, Prof. Dr. José Cláudio Securato, Alexandra Venâncio e Izabel Kikuta.

Por fim, agradeço aos meus pais, Sueli e Cezar, por me incentivarem diante dos desafios, pela compreensão das horas que foram furtadas para concluir o mestrado com excelência e principalmente pelo amor incondicional. Não há palavras que possam expressar toda a minha gratidão. Agradeço ao senhor Itamar, que de forma especial, esteve sempre ao meu lado. À minha irmã querida, Bárbara, pela confiança que sempre depositou em mim, por todo o amor, apoio e ajuda, principalmente na revisão do trabalho. Ao meu companheiro Joelson, por todo amor, apoio, carinho, ajuda, paciência e principalmente por ser o grande incentivador do meu ingresso na carreira acadêmica. Por tornar meus dias muito mais felizes.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o Gerenciamento de Resultados - GR – considerando o evento de emissão de títulos de dívidas (debêntures) das empresas listadas na BM&FBOVESPA. O GR é uma intervenção proposital nos relatórios financeiros externos, a fim de obter algum ganho privado. Essa prática é especialmente importante no momento de emissão de debêntures, isso porque, se os resultados forem inflados, os investidores podem pagar um preço artificialmente elevado. Para mensurar o gerenciamento de resultados, utilizou-se como *proxy*, as acumulações discricionárias correntes com base nos modelos econométricos de Jones Modificado e Jones Modificado utilizando o Retorno Sobre os Ativos - ROA. Todas as regressões consideraram os efeitos fixos das empresas e efeitos temporais das análises. Encontraram-se evidências de que as empresas inflam seus resultados financeiros no período de emissão com a finalidade de influenciar positivamente seus investidores. Os resultados sugerem que há gerenciamento no trimestre que antecede a emissão ($t = - 1$), apontando a influência que os investidores podem ter sofrido na tomada de decisão ao investir em debêntures dessas empresas. Adicionalmente, constatou-se que empresas com maiores índices de endividamento, rentabilidade e crescimento de vendas apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados. A reputação do auditor não se mostrou estatisticamente significativa em relação à redução do nível de gerenciamento. Os resultados também apontam que empresas listadas no Nível II e no Novo Mercado apresentaram maiores níveis de gerenciamento ao considerar o modelo de Jones Modificado com ROA. Portanto, pode-se concluir que há maior nível de gerenciamento de resultados das empresas que emitem debênture no período que antecede a emissão. A variável que está diretamente relacionada com o nível de gerenciamento é o crescimento de vendas.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Debênture; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze the earnings management (EM) around the issuance of debentures of companies listed in BM&FBOVESPA. EM is a purposeful intervention in the external financial reports in order to get some private gain. This practice is especially important at the time of issue of debentures, this because, if the results are inflated, investors may pay an artificially high price. To measure earnings management, the current discretionary accruals were used as proxy. The applied econometric models were Modified Jones and Modified Jones with ROA. We run all regressions with fixed effects and time dummies. It was found evidence that the companies inflate its financial results in the emission period in order to positively influence their investors. The results suggest that there is EM in the quarter preceding the issue ($t = - 1$), indicating the influence that investors may have suffered in making the decision to invest in debentures of these companies. In addition, it was verified that companies with higher debt, profitability and sales growth ratios have higher earnings management levels. The reputation of the auditor was not statistically significant compared to the reduction of management level. The results also show that companies listed on Level II and New Market had higher levels of management when considering the model of Modified Jones with ROA. Therefore, we conclude that there is a greater earnings management level of companies that issue debentures in the period preceding the issuance. The variable that is directly related to earnings management level is sales growth.

Keywords: Earnings Management; Debenture; Capital Market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Modalidades de Gerenciamento de Resultados	23
Figura 2: Esquema das Acumulações.....	26
Figura 3: Descrição das fases no estudo de gerenciamento de resultados contábeis	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Principais danos causados pelo gerenciamento de resultados.....	22
Tabela 2: Volumes de emissões primárias e secundárias (R\$ milhões).....	33
Tabela 3: Características das emissões registradas de debêntures	35
Tabela 4 - Estatística Descritiva das Características Financeiras das Empresas da Amostra ..	44
Tabela 5 - Matriz de Correlação para as Variáveis Independentes	45
Tabela 6 - Gerenciamento de Resultados em Emissão de Debêntures	46
Tabela 7 - Gerenciamento de Resultados nas Fases da Emissão	47
Tabela 8 - Regressões de Gerenciamento de Resultados e Emissões de Debêntures	49
Tabela 9 - Regressões de Gerenciamento de Resultados considerando as Interações com as Fases de Emissão.....	50
Tabela 10 - Gerenciamento de Resultados considerando <i>Propensity Score Matching</i>	51

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	11
1.1 Problema de Pesquisa	13
1.2 Objetivo	13
1.3 Justificativa.....	13
1.4 Estrutura do Trabalho	14
2. REVISÃO DE LITERATURA	16
2.1 Gerenciamento de Resultados - <i>Earnings Management</i>	16
2.2 Motivações para a prática de Gerenciamento de Resultados	20
2.3 Modalidades de Gerenciamento de Resultados	22
2.4 Gerenciamento de Resultados por <i>Accruals</i>	24
2.5 Medidas do Gerenciamento de Resultados.....	27
2.5.1 Modelo de Jones	27
2.5.2 Modelo de Jones Modificado	29
2.5.3 Modelo de Jones Modificado com ROA	30
2.6 Gerenciamento de Resultados e emissão de títulos de dívida	31
2.7 Debêntures no Brasil	32
2.7.1 Debêntures Conversíveis e Não Conversíveis (Simples).....	34
3. MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA	36
3.1 População e Amostra	36
3.2 Descrição das Fases ao Redor da Dívida.....	36
3.3 Hipóteses	38
3.4 Especificação Econométrica.....	39
4. RESULTADOS.....	44
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	54

1. INTRODUÇÃO

Os relatórios contábeis das empresas contêm informações de natureza financeira e econômica. A possibilidade de exercer discricionariedade permite aos gestores liberdade na mensuração do resultado contábil da empresa, o qual é conhecido como Gerenciamento de Resultados (GR). Essas intervenções nos resultados ocorrem dentro das normas e princípios contábeis no qual há flexibilidade quanto à escolha de determinados procedimentos contábeis.

A possibilidade de os resultados serem gerenciados pode ocasionar sérios problemas, uma vez que, a interpretação dos relatórios contábeis e a mensuração da rentabilidade da companhia tornam-se uma combinação entre avaliar a realidade econômica da empresa e identificar os possíveis ajustes que podem ter sido realizados.

Devido ao fato de os dados contábeis possuírem conteúdo informacional relevante utilizados por amplo conjunto de usuários (*stakeholders*), os credores utilizam os números reportados para avaliar a empresa em aspectos relacionados à saúde financeira, credibilidade e viabilidade (Ge, 2009). No que diz respeito ao acionista, este acompanha o desempenho operacional tendo por base, entre outros indicadores, o lucro. No entanto, caso o acionista não saiba identificar o efeito do gerenciamento de resultados nas demonstrações financeiras, sua interpretação sobre o desempenho da entidade pode estar equivocada. Esse viés será revelado nos resultados futuros, quando o desempenho da entidade mostrar-se bem distante das estimativas que foram realizadas (Cupertino, 2013).

Conforme será apresentado ao longo do estudo, a oportunidade de gerenciar os relatórios contábeis representa uma atração para os executivos das companhias abertas. Diversas são as causas que podem contribuir para esse comportamento questionável, entre elas, destacam-se: (i) o desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados; (ii) a pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como a pretensão por atrair novos investidores e acionistas; e (iii) a ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isto implique sacrifício futuro da organização (Martinez, 2001).

Nesse ponto, pesquisas verificaram que certas escolhas contábeis são realizadas com a intenção de iludir os usuários quanto ao real desempenho econômico-financeiro da empresa, no anseio de obter algum ganho privado. Essa prática é especialmente importante no momento de emissão de debêntures, isso porque, se os resultados forem inflados, os investidores podem pagar um preço artificialmente elevado por tais títulos.

Estudos realizados no Brasil encontraram fortes evidências de que os executivos manipulavam seus resultados em resposta aos estímulos do mercado de capitais.

Martinez (2001) trouxe importantes contribuições a respeito do gerenciamento de resultados, o autor demonstrou empiricamente que as companhias abertas brasileiras gerenciavam seus resultados contábeis como resposta aos estímulos do mercado de capitais. Em termos de desempenho do mercado, constatou que empresas que manejavam artificialmente os resultados conseguiam atrair os investidores; porém, a longo prazo, o mercado identificava o procedimento precificando essa prática e penalizando as ações com os piores desempenhos acumulados.

Coelho e Lopes (2007), examinaram a existência de gerenciamento de resultados contábeis e sua associação com o grau de alavancagem nas companhias abertas brasileiras. Por meio do modelo de Jones Modificado, os autores constataram a existência de GR nas amostras examinadas, embora essa prática não confirmasse, por dados estatísticos, sua relação com os níveis de endividamento.

Schipper (1989) e Iudícibus e Lopes (2004) evidenciaram a relação entre alavancagem e o nível de gerenciamento de resultado contábil das empresas. Esses autores apontaram que empresas mais endividadas apresentavam maiores níveis de GR em seus relatórios financeiros, a fim de gerar algum ganho privado. Nardi e Nakao (2009) salientam que, por motivos contratuais e necessidade de adquirir empréstimos mais favoráveis, as empresas podem ser motivadas a gerenciar seus resultados.

Martinez e Faria (2007) investigaram se as empresas que emitiam debêntures no Brasil promoviam o gerenciamento de resultados contábeis com o intuito de alterar a percepção de risco dos investidores. Os resultados dessa pesquisa indicaram que havia indícios de GR nas empresas contidas na amostra, porém, eles não investigaram qual a dinâmica do GR no processo de emissão das debêntures. Ou seja, eles não analisaram em qual momento havia a inflação dos resultados contábeis dessas empresas e nem quais variáveis operacionais e financeiras poderiam estar relacionadas com o GR no momento da emissão.

Burgstahler e Dichev (1997) e Decourt, Martinewski e Neto (2007) demonstraram que administradores evitavam divulgar a obtenção de pequenos prejuízos e apresentavam pequenos lucros, que apesar de não serem muito diferentes na lógica racional, poderiam ser significativos na lógica psicológica publicar tal lucro ou prejuízo.

Após sucinta abordagem de alguns estudos importantes para o tema proposto, torna-se evidente que a prática de gerenciar resultados afeta a qualidade dos lucros, mascarando

transações econômicas subjacentes. Quando os mecanismos de controle (auditores, órgãos reguladores, entre outros) são deficientes, surgem oportunidades para os gestores manipularem os resultados com o intuito de atingir metas em relação ao resultado reportado, tais como: atender à expectativa de analistas, evitar perdas, manter a tendência de crescimento ou interferir no nível dos lucros reportados (Healy & Wahlen, 1999).

1.1 Problema de Pesquisa

Considerando que a manipulação de resultados pode gerar assimetria informacional dos *stakeholders* em relação aos gestores da empresa, uma vez que os modelos contábeis têm função informacional para orientar os usuários no processo de tomada de decisões; considerando que as estratégias de gerenciamento de resultados - *accruals* - são potencialmente combinadas para manipular os números contábeis reportados; e considerando que o desempenho futuro da empresa pode ser afetado pelo gerenciamento, o presente estudo propõe investigar o seguinte problema de pesquisa:

As empresas gerenciam seus resultados ao redor da emissão de debêntures? Se sim, em qual período elas gerenciam seus resultados para atrair os investidores, ou seja, em qual período o nível de GR é mais alto?

1.2 Objetivo

O presente trabalho estuda a dinâmica do gerenciamento de resultados ao redor do evento de emissão de títulos de dívidas (debêntures) das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Com isso, tem-se por objetivo principal verificar se as empresas inflam seus resultados financeiros no período de emissão, na tentativa de influenciar positivamente seus investidores; além de identificar em qual período da emissão da debênture esta intervenção é realizada. Portanto, o estudo não se limita a verificar se há mais ou menos GR em relação às empresas emissoras e não emissoras de debêntures.

1.3 Justificativa

A pesquisa relaciona-se a um tema que vem sendo cada vez mais desenvolvido e publicado em periódicos internacionais, expandindo interesse por acadêmicos nacionais, tanto

sob a ótica teórica quanto sob a observação empírica. Entretanto, há algumas lacunas nesses estudos em âmbito nacional. Uma dessas lacunas é analisar a relação do gerenciamento de resultados com o processo de emissão de títulos de dívida (debêntures).

A contabilidade, ao fornecer informação ao mercado, exerce um papel importante no gerenciamento de conflitos de interesses e na redução da assimetria informacional. Afinal, segundo Easley e O'Hara (2004), uma informação contábil concisa, reduz o risco do investidor, e propõe uma relação entre a qualidade da informação disponibilizada e o retorno exigido pelos fornecedores de recursos da empresa.

Gerenciar os resultados das empresas para melhorá-los pode conduzir os usuários das informações financeiras a uma análise equivocada sobre o seu verdadeiro desempenho econômico-financeiro. Este estudo pode fornecer evidências que os gestores estejam inflando os resultados das companhias no período de emissão de debêntures, mascarando o real desempenho das empresas.

A pesquisa justifica-se, nos planos teórico e prático, pelas contribuições ao conhecimento acadêmico, enriquecendo a literatura nacional sobre a inter-relação entre gerenciamento de resultados e emissão de títulos de dívidas, especificamente debêntures, além de colaborar na investigação da dinâmica do gerenciamento de resultados. Outro incentivo para o desenvolvimento desta pesquisa é apontado por Iudícibus e Lopes (2004). Os autores afirmam que a pesquisa em contabilidade financeira, principalmente em um país com características peculiares como o Brasil, pode favorecer o entendimento mais detalhado dos reais incentivos presentes na atuação dos gestores.

1.4 Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está estruturado em 5 capítulos: Introdução, Revisão da Literatura, Método e Procedimentos de Pesquisa, Análise dos Resultados e Considerações Finais.

O primeiro capítulo dispõe informações gerais, como introdução do tema proposto, os motivos que impulsionaram à abordagem do tema e, por fim, a justificativa que é fundamentada sobre o problema.

O segundo capítulo percorre sobre a extensa literatura acerca do tema Gerenciamento de Resultados. Por apresentar o embasamento necessário para a compreensão e desenvolvimento do estudo, ela constitui o ponto de partida para as discussões realizadas na dissertação. Esta segunda seção, busca salientar quais práticas de gerenciamento de resultados podem interferir nos relatórios financeiros; quais os principais motivos para os gestores

gerenciarem os resultados; as modalidades em que o GR se encaixa; o gerenciamento de resultados por *aacruals*, com seus respectivos modelos de aplicação; estudos sobre a relação de gerenciamento de resultados e emissão de títulos de dívidas e, por fim, a efetividade da emissão de debêntures no Brasil.

O terceiro capítulo apresenta o método e procedimentos da pesquisa, bem como a aplicação dos modelos propostos para alcançar os objetivos do presente estudo.

A análise dos resultados é exibida na quarta parte do trabalho. As evidências obtidas pela aplicação dos testes e pela execução dos regressores são comentadas neste tópico.

Na última parte deste estudo (quinto capítulo) estão contidas as considerações finais.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Inicialmente, apresenta-se uma breve introdução sobre o gerenciamento de resultados. Na sequência, são mostradas evidências empíricas sobre o gerenciamento por acumulações discricionárias (*discretionary accruals*), apontando as causas e possíveis consequências desta prática. Em seguida, apresentam-se as motivações dos gestores em manipular os resultados, as modalidades do GR, o gerenciamento de resultados por *accruals* e os modelos de aplicação que servirão como base para a análise, e, em seguida, estudos relacionados entre o gerenciamento de resultados e a emissão de dívidas, com base em pesquisas internacionais existentes. Ao final desta seção, discute-se a efetividade de emissão de debêntures no Brasil.

2.1 Gerenciamento de Resultados - *Earnings Management*

O Gerenciamento de Resultados tem despertado interesse em diversos pesquisadores para verificar até que ponto os resultados das empresas são inflados; a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas; e, também, a efetividade das normas e dos padrões contábeis criados a fim de proteger os acionistas que agem a partir dessas demonstrações.

Segundo Martinez (2001), as manipulações nas demonstrações financeiras comprometem a qualidade da informação contábil, podendo afetar os investimentos destinados entre as empresas. Além disso, essa prática pode ocasionar distribuições de riquezas improcedentes, uma vez que, investidores com melhores informações podem aumentar sua riqueza à custa de investidores com piores informações. Isso ocorre, muitas vezes, devido ao grau de subjetividade resultante da flexibilidade das práticas contábeis.

Segundo Scott (2011), a administração pode utilizar o gerenciamento de resultados para relatar um fluxo de alisamento suave e crescente ao longo do tempo. Dada a eficiência do mercado de valores imobiliários, isso implica em uma gestão para aproveitar a informação privilegiada (*insider information*), tornando o gerenciamento de resultados um veículo de comunicação de *insider information* para os investidores. Interpretado desta forma, o alisamento de resultados traz a interessante conclusão de que algum gerenciamento de resultados pode ser útil do ponto de vista dos relatórios financeiros. No entanto, o excesso de gerenciamento de resultados pode reduzir a utilidade dos relatórios financeiros para os investidores. Isto é, especialmente verdade, se o gerenciamento de resultados não é totalmente divulgado. Além disso, o gerenciamento de resultados afeta a motivação do gestor em se

esforçar, por utilizar o GR como uma ferramenta para facilitar sua remuneração ao longo do tempo, reduzindo o risco de compensação.

Uma vez que os gestores podem escolher políticas contábeis de um conjunto de políticas, é natural esperar que eles irão adotar políticas que ajudem a alcançar os seus objetivos. Eles também podem tomar medidas reais que afetam os lucros, como o corte de P&D. Essas escolhas podem ser motivadas tanto por eficiência de mercados e contratos (discutido mais adiante) quanto pelo oportunismo e rejeição de eficiência de mercado. Portanto, para Scott (2011), o gerenciamento de resultados pode ser entendido como a escolha de políticas contábeis ou ações reais, afetando os ganhos de modo a alcançar algum objetivo específico.

Healy e Wahlen (1999) discorrem sobre o tema definindo que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam o julgamento na informação financeira e em estruturação de operações para alterar relatórios financeiros, quer para iludir algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa quer para influenciar os resultados contratuais que dependam de números contábeis reportados.

Os autores apontam implicações dessa definição. Em primeiro lugar, existem diversas formas de os gestores exercerem julgamentos nos relatórios financeiros, ou seja, não há gerenciamento de resultados apenas por escolhas contábeis, mas também por decisões reais ou operacionais – que também pode ser utilizadas no lançamento de debêntures. Além disso, o julgamento é necessário para estimar inúmeros eventos econômicos, tais como valores residuais dos ativos de longo prazo, impostos diferidos e perdas de devedores duvidosos ou *impairment* de ativos. Os gestores também devem escolher métodos de contabilidade aceitáveis para relatar as mesmas transações econômicas; devem exercer julgamento no controle do capital circulante, no qual afeta as alocações de custos e as receitas líquidas e; devem optar por realizar ou adiar despesas, como a Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), ou a publicidade.

O segundo ponto a salientar é que a definição feita por Healy e Wahlen (1999) enquadra o objetivo do gerenciamento de resultados como uma enganação aos *stakeholders* sobre o real desempenho econômico da empresa. Ademais, isso também pode suceder se os gestores possuem acesso às informações que não estão disponíveis para os *stakeholders* externos, tornando-se improvável a transparência do gerenciamento de resultados. Logo, os *stakeholders* estão suscetíveis a antecipar (e tolerar) certa quantidade de gerenciamento de resultados.

Os gestores também podem utilizar o julgamento de contabilidade para elaborar relatórios financeiros mais informativos aos usuários. Isso pode ocorrer se determinadas escolhas contábeis ou estimativas são percebidas como sinais credíveis de desempenho financeiro de uma empresa.

Por fim, o uso de gestão de julgamento na informação financeira, segundo Healy e Wahlen (1999), possui custo e benefícios. Como custo, tem-se a má alocação de recursos que surgem a partir do gerenciamento de resultados e, como benefícios, podem-se destacar potenciais melhorias na comunicação credível de gestão das informações privadas para os *stakeholders* externos, melhorando decisões de alocação de recursos. Portanto, é fundamental entender quando as normas permitem que os gestores exerçam um julgamento em relatar o aumento do valor da informação contábil para os usuários e, quando diminuem.

Dechow, Sloan, e Sweeney (1995), sintetizam algumas técnicas para detecção do gerenciamento de resultados:

- Mudanças de procedimentos contábeis;
- Uso de elementos discricionários do fluxo de caixa (custos com P&D e com publicidade; acelerar ou retardar recebimento de vendas);
- Ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (elevação ou redução de previsão para devedores duvidosos, reconhecimento antecipado de receitas; ou efetuados de forma genérica).

Outros estudos possuem grandes contribuições para o tema proposto. O estudo realizado por Jones (1991) averiguou que firmas que vão se beneficiar de proteção alfandegária tentam reduzir os lucros adotando práticas de GR. Os resultados não rejeitam a hipótese de que os gestores efetuem práticas para reduzir os lucros nos períodos em que estão sendo investigados, para efeito de criação de proteção alfandegária. O Modelo de Jones destacou-se na literatura acadêmica por identificar o valor das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*). Semelhantemente, Burgstahler e Dichev (1997) também encontraram evidências de que dois dos componentes do lucro - fluxo de caixa proveniente de operações e mudanças no capital de giro - são utilizados para atingir aumento nos lucros. Os autores afirmam que as empresas gerenciam seus resultados para evitar perdas e para sustentar os resultados obtidos.

Há estudos internacionais que relacionam o gerenciamento de resultados com IPOs. Teoh, Welch, e Wong (1998) observaram que o GR ao redor da data do IPO é mais alto para as empresas emissoras de ações em comparação às empresas não emissoras. Todavia, por utilizar dados anuais, esses autores não capturaram a dinâmica do GR. Seus resultados provavelmente foram subestimados porque a inflação dos resultados financeiros e a subsequente reversão podem ocorrer no mesmo ano fiscal e, portanto, não serem refletidos nos relatórios anuais. Rangan (1998) estudou o efeito do GR no desempenho subsequente das ações de companhias que fizeram uma nova oferta pública de ações. O autor encontrou resultados inflados no trimestre próximo ao anúncio do SEO (*Seasoned Equity Offering*) e no trimestre subsequente a este. No entanto, o autor limitou-se a comparar a mediana das acumulações discricionárias em cada trimestre, sem controlar por outras variáveis que poderiam afetar o nível de GR, por exemplo, tamanho, crescimento das vendas e alavancagem. Gioielli, Carvalho, e Sampaio (2013) mostraram que em IPOs de empresas com investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) o GR é marginal, geralmente relacionado às características das empresas e pouco relacionado às fases do IPO. De forma diferente, em IPOs de empresas não investidas por PE/VC o GR é significativo, geralmente relacionado às fases do IPO e pouco relacionado às características das empresas.

Outros estudos relacionam o gerenciamento de resultados com o grau de endividamento da empresa. Iudícibus e Lopes (2004) evidenciaram a Hipótese do Grau de Endividamento, em que as empresas mais alavancadas estão predispostas a escolher métodos contábeis que estimulem aumentos no lucro reportado, visto que há interesse em atrair investidores para o negócio. Schipper (1989) já havia constatado essa relação, sugerindo que essa intervenção proposital no processo de relatórios financeiros poderia gerar ganho privado. Os autores An, Li, e Yu (2013) também analisaram o efeito do GR na alavancagem financeira, este estudo buscou verificar como a relação GR/alavancagem é influenciada pelos ambientes institucionais. Foram encontradas evidências que empresas envolvidas em altos níveis de gerenciamento de resultados, em média, possuem maior alavancagem. Isto pode estar atrelado ao fato de que o GR de uma empresa reflete nos conflitos de agência entre os gestores com informações privilegiadas e investidores externos, como já discutido anteriormente.

2.2 Motivações para a prática de Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados envolve ações dos gestores com o objetivo de alterar as informações divulgadas sobre o desempenho real da empresa. Essas ações possuem motivações, que podem não ser condizentes com o objetivo das demonstrações financeiras, no qual visa o fornecimento de informações úteis na tomada de decisões de usuários externos.

Dessa forma, o conjunto de informações divulgadas será distorcido, impactando nas análises dos participantes do mercado e, por consequência, no processo de alocação de recursos na economia.

Indaga-se em saber por qual motivo os gestores induzem os investidores sobre a real situação econômica subjacente da companhia e quais os impactos que ela pode ter para os usuários que depositam confiança, segurança e solidez nas demonstrações contábeis publicadas pela empresa.

O ponto-chave das implicações da prática do gerenciamento de resultados é justamente a não evidenciação da imagem real e concreta das empresas, mesmo que os registros contábeis estejam de acordo com os padrões exigidos pelos dispositivos legais.

Os reais incentivos para gerenciar resultados são comentados por diversos autores, em especial, Healy e Wahlen (1999) elencam os principais:

- a) Motivações vinculadas ao mercado de capitais - o amplo uso das informações contábeis pelos investidores e analistas cria incentivo para que os gestores gerenciem os resultados contábeis. O propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa;
- b) Motivações contratuais e motivações regulamentares - a prática de gerenciar resultados pode estar atrelada ao pacote de remuneração. Os dados contábeis são utilizados para ajudar a monitorar e regular os contratos entre a empresa e seus diversos *stakeholders*. Contratos explícitos e implícitos de remuneração são utilizados para alinhar os incentivos dos executivos e dos *stakeholders* externos;
- c) Custos políticos - as empresas gerenciam seus resultados contábeis quando possuem lucros muito elevados ou resultados acima da média de outros setores. O propósito

seria evitar desgaste ou despertar inveja de outros setores, que poderiam alegar práticas de cartel ou monopólio;

- d)** Motivações por plano de incentivo – os gestores que recebem algum tipo de bônus ou remuneração variável tentarão utilizar-se de métodos contábeis alternativos para aumentarem os resultados do período.

Healy (1985) aponta que executivos que receberão parte de sua remuneração como bônus estarão “inflando” os resultados contábeis de modo a aumentar sua compensação. A última motivação pode estar relacionada à diminuição de lucros de monopolistas ou para esquivar-se da tributação e das regras antitruste.

Segundo Matsumoto e Parreira (2007), a motivação principal do gerenciamento de resultados está ligada à continuidade do empreendimento, o que é importante para o usuário, tendo em vista o investimento realizado e o retorno esperado. Os autores justificam que as consequências do gerenciamento de resultados estão diretamente relacionadas ao nível de transparência da informação contábil e à divulgação dos relatórios contábeis, de forma a enviesar qualquer análise e tomada de decisão. Devido ao fato de alguns gestores utilizarem o gerenciamento de resultados para benefícios próprios, em prejuízo de outros usuários externos, essa prática traz grandes danos aos diversos usuários das informações contábeis (Paulo, Martins, & Corrar, 2007).

A tabela 1 informa quais danos os usuários podem sofrer com a prática de gerenciamento de resultados. Além disso, é importante ressaltar que os executivos devem garantir que as regras contábeis sejam aplicadas continuamente, de maneira a permitir que o desempenho das empresas seja medido de maneira relevante, possibilitando confiança e clareza pelos diversos usuários das informações contábeis.

Tabela 1: Principais danos causados pelo gerenciamento de resultados

USUÁRIOS	PRINCIPAIS DANOS
Investidores	Não possuem informações confiáveis para auxiliá-los na decisão de alocação de seus recursos.
Analistas financeiros	Apresentam previsões inseguras aos seus clientes.
Entidades regulamentadoras	Veem-se em situações incômodas e buscam novos instrumentos para evitar tais práticas.
Instituições de crédito e de financiamento	Não têm a verdadeira percepção sobre os riscos inseridos em suas negociações com as empresas que manipularam as informações contábeis.
Organismos governamentais	Ficam prejudicados ao regulamentarem as atividades empresariais na economia global ou em setores específicos.
Entidades fazendárias	Tal prática pode ser utilizada como uma forma de sonegação de arrecadação de tributos, além de dificultar a gestão fiscal por parte do governo.
Entidades sindicais	Não possuem informações confiáveis sobre a situação econômica e financeira da empresa para auxiliá-las nas negociações trabalhistas.
Organizações não governamentais	Lutam contra a concentração de riqueza e abuso do poder econômico, principalmente contra àquelas empresas que trazem prejuízos sociais e ambientais.

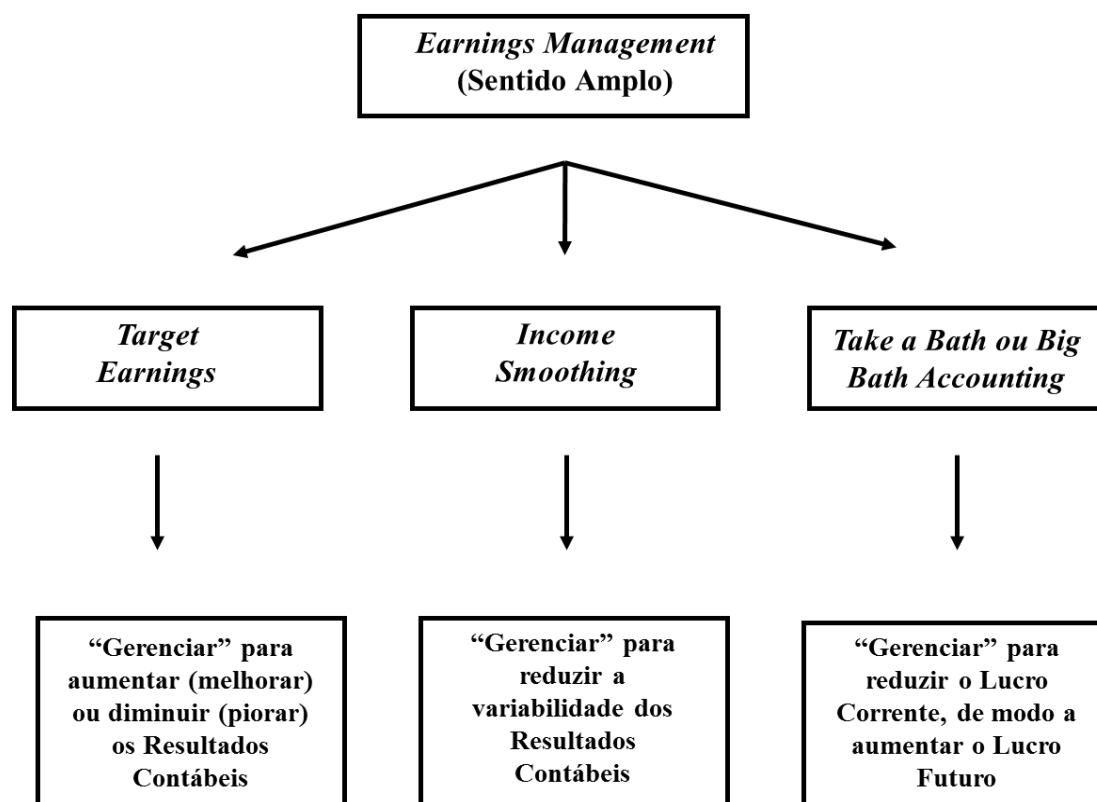
Fonte: Adaptado de Paulo, Martins e Corrar (2007, p. 47)

A qualidade do resultado contábil pode ser vista, então, como uma medida de assimetria informacional, uma vez que a empresa é capaz de influenciar o usuário da informação em suas decisões, modificando o seu julgamento sobre a verdadeira situação econômica da empresa.

2.3 Modalidades de Gerenciamento de Resultados

Acrescentando o que já foi discutido por Healy e Wahlen (1999), Martinez (2001) elencou algumas modalidades de gerenciamento de resultados a partir de determinadas motivações dos gestores (figura 1).

Figura 1: Modalidades de Gerenciamento de Resultados



Fonte: Adaptado de Martinez (2001)

- a)** *Target Earnings*: gerenciamento de resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período.
- b)** *Income Smoothing*: gerenciamento de resultados contábeis para reduzir a variabilidade. O propósito é manter os resultados em determinado patamar e evitar sua excessiva flutuação.
- c)** *Take a Bath ou Big Bath Accounting*: gerenciamento de resultados contábeis para reduzir lucros correntes em detrimento de aumentos nos lucros futuros. As empresas gerenciam os seus resultados correntes, piorando-os, tendo como propósito melhores resultados no futuro.

2.4 Gerenciamento de Resultados por *Accruals*

O regime de competência (*Accrual Basis*) determina que o registro das transações contábeis de uma instituição seja efetuado no período em que estas são realizáveis. Segundo esse princípio, reconhece-se a receita de acordo com a sua realização de fato.

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

De acordo com estudos internacionais, o termo acumulação (*accrual*) é definido como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido. Ou seja, as acumulações (*accruals*) são todas as contas de resultado que entram no cálculo do lucro, mas que não implicam necessariamente em movimentação de disponibilidades.

$$\text{Acumulações} = \text{Lucro Líquido} - \text{Fluxo de Caixa Líquido Operacional} \quad (1)$$

$$\text{Lucro Líquido} = \text{Fluxo de Caixa Líquido Operacional} + \text{Acumulações} \quad (2)$$

Há dois tipos de acumulações (*accruals*): as acumulações correntes e as acumulações não correntes. As acumulações correntes são as contas de resultado que possuem como contrapartida contas no ativo ou passivo circulante. Já as acumulações não correntes são contas de resultado com contrapartida em contas que não estão no circulante.

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

Na prática, a receita pode estar sendo reconhecida antes da entrada de caixa (ou aumento do saldo de duplicatas a receber), nesse caso, há acumulação corrente positiva. As acumulações positivas implicam em lucros reportados maiores do que os fluxos de caixa gerados pelas operações da empresa. Entretanto, acumulações positivas não são, por si só, evidências da ocorrência de gerenciamento de resultados com o intuito de inflar os lucros. Apenas a parcela artificial das acumulações constitui um indício da prática de gerenciar resultados. Outro exemplo seria o registro de despesa de provisão para contingências

trabalhistas no curto prazo (provisões no circulante), no qual há acumulação corrente negativa.

Não é incorreto realizar esses tipos de transações no registro de acumulações. O objetivo é mensurar o lucro no seu sentido econômico – no qual representa acréscimo efetivo na riqueza patrimonial, independente da movimentação financeira. O problema está no fato de que o gestor pode, discricionariamente, aumentar ou diminuir essas acumulações com o objetivo de influenciar o lucro, podendo causar consequências para investidores externos.

Se, deliberadamente, o gestor aumentar ou diminuir as acumulações por motivos alheios à realidade do negócio, cria-se a necessidade de subdividir essas em: acumulações discricionárias (*discretionary accruals*) e acumulações não discricionárias (*non discretionary accruals*), sendo estas compatíveis com a realidade do negócio e as primeiras artificiais, tendo como único intuito "gerenciar" ou "inflar" o resultado contábil.

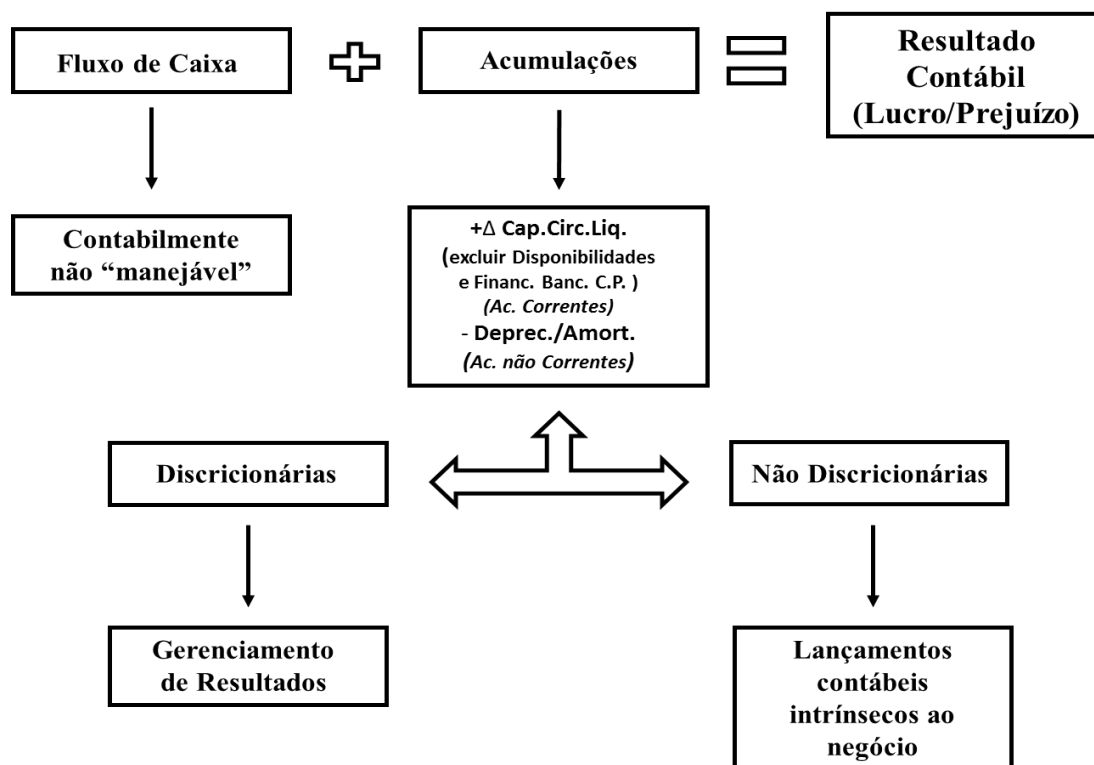
No presente estudo, optou-se por empregar as acumulações discricionárias correntes (*discretionary current accruals*) como *proxy* do gerenciamento de resultados contábeis efetuado pela empresa *i* no trimestre *t*.

De acordo com Teoh et al. (1998), as acumulações discricionárias correntes constituem-se na melhor medida para o nível de gerenciamento de resultados, porque os gestores podem exercer discricionariedade sobre as acumulações de curto prazo (correntes) com maior facilidade quando comparadas às acumulações de longo prazo (não correntes). Os ajustes nas acumulações correntes envolvem apenas os ativos e passivos circulantes e suportam as operações habituais das empresas.

A maior vulnerabilidade das contas de curto prazo à manipulação pelos gestores foi fundamental para a escolha das acumulações discricionárias correntes como *proxy* para o nível de gerenciamento de resultados neste trabalho. Outro fator decisivo foi o fato de que a maioria das empresas não divulgam trimestralmente algumas informações necessárias para o cômputo das acumulações totais (correntes mais não correntes), como depreciação não acelerada, diminuição de taxas diferidas e a realização de ganhos não comuns, o que impossibilita a utilização de modelos com base neste tipo de acumulações.

A figura a seguir ilustra os conceitos discutidos anteriormente:

Figura 2: Esquema das Acumulações



Fonte: Adaptado de Martinez (2001)

Sintetizando, o gerenciamento de resultados por *accruals* ocorre quando os administradores utilizam o seu poder discricionário sobre registros contábeis, ajustando o resultado a ser reportado. A manipulação por *accruals* constitui a prática predileta pelos gestores para gerenciar os resultados, uma vez que não consome recursos da entidade (Xu, 2008) e não é completamente identificado pelos investidores quando estes constroem suas expectativas sobre o preço futuro de um ativo (Sloan, 1996).

Uma vantagem acerca do gerenciamento por *accruals* é que esse tipo de manipulação não afeta o fluxo de caixa do exercício corrente. Portanto, é menos provável que o gerenciamento por *accruals* venha a destruir valor da empresa a longo prazo. Sua atratividade é justamente pelo fato de que os *accruals* discricionários podem ser lançados no final do exercício, quando os gestores já possuem clara noção do montante necessário a ser manipulado para atingir determinada meta de resultado (Gunny, 2005). Adicionalmente, a detecção desse tipo de manipulação é relativamente baixa, ou seja, seus efeitos não são sempre identificados por investidores, órgãos reguladores e auditores (Sloan, 1996; Xie, 2001).

2.5 Medidas do Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados não é diretamente observável. Na literatura, diversos modelos foram desenvolvidos para medir de forma indireta o nível de GR nas empresas, sendo que a maioria se baseia na análise das acumulações (Healy, 1985; Jones, 1991; Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995; Kothari, Leone, & Wasley, 2005). De modo geral, esses modelos são baseados em acumulações que seriam a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Como já discutido anteriormente, as acumulações totais podem ser decompostas em componentes de curto prazo (corrente) e de longo prazo (não correntes). Os ajustes nas acumulações correntes consideram somente mudanças nos ativos e passivos circulantes, que suportam as operações de curto prazo da empresa. Esses ajustes podem ser feitos, por exemplo, por meio do reconhecimento de receitas de vendas antes da entrada do respectivo valor no caixa; do atraso no reconhecimento de despesas, por meio de uma pequena provisão para devedores duvidosos; e reconhecimento diferido de despesas quando o dinheiro é antecipado aos fornecedores.

Para estimar as acumulações discricionárias correntes, foram utilizados dois modelos econométricos no presente estudo: o Modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995 com ajustes sugeridos por Kothari et al., 2005) e o Modelo de Jones Modificado com ROA (Dechow et al., 1995 com ajustes sugeridos por Kothari et al., 2005). A utilização de dois modelos diferentes busca conferir maior robustez e confiabilidade aos resultados.

2.5.1 Modelo de Jones

De forma geral, na literatura sobre gerenciamento de resultados e anomalia dos *accruals*, a identificação da parte discricionária e não discricionária dos *accruals* segue o modelo de Jones (1991) ou alguma variante. No presente estudo, foi utilizada a modelagem dada pelo modelo de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA (Dechow et al., 1995). Como esses modelos são uma adaptação do modelo de Jones (1991), é relevante discorrer sobre a formulação original.

O modelo de Jones (1991) expressa os *accruals* como uma função da mudança na receita de vendas e o saldo do ativo total. Segundo Defond e Subramanyam (1998), essas variáveis capturam as mudanças nos *accruals* que são devidas às variações nas condições econômicas da empresa (em oposição com as manipulações dos resultados). A mudança nas

receitas é incluída porque as contas de capital de giro - parte integrante dos *accruals* totais -, dependem das variações observadas nas vendas.

Para o modelo de Jones, as acumulações correntes são especificadas de acordo com o seguinte modelo:

$$\frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{RL_{i,t} - RL_{i,t-1}}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

Em que:

$$Acumulações_Correntes_{i,t}: (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1});$$

$AC_{i,t}$ é o ativo circulante da empresa i no trimestre t ;

$PC_{i,t}$ é o passivo circulante da empresa i no trimestre t ;

$RL_{i,t}$ são receitas líquidas da empresa i no trimestre t ;

$AT_{i,t}$ é o ativo total da empresa i no trimestre t .

O modelo de Jones (1991) é um dos modelos mais utilizados nas pesquisas que estimam os *accruals* anormais. Porém o modelo é deficiente, uma vez que assume que as receitas não são manipuladas e, caso os resultados contábeis sejam manipulados por meio da receitas, então o modelo de Jones (1991) removerá parte dos resultados gerenciados da *proxy* dos *accruals* discricionários. Adicionalmente, os *accruals* do período corrente podem ser revertidos naturalmente nos períodos subsequentes, logo, espera-se que tanto seus componentes gerenciados quanto os não gerenciados também sejam revertidos. Isso pode ocasionar um problema de especificação no modelo de Jones pela omissão de variáveis defasadas dos próprios *accruals*.

2.5.2 Modelo de Jones Modificado

O pressuposto de que as receitas não são gerenciadas, nem sempre é verdadeira, Dechow et al. (1995) alteraram o modelo de Jones original. O modelo de Jones Modificado (*Modified Jones*) busca diminuir o aumento das contas a receber pelas variações de vendas, pois partem do princípio de que existe a possibilidade de manipulação das vendas a prazo. Dessa forma, o modelo exclui o crescimento das contas a receber identificando-as como manipulação do período.

Os autores incluíram uma terceira variável (Contas a Receber) na especificação, sendo esta a única modificação feita em relação ao modelo original de Jones (1991). O novo modelo assume que todas as mudanças em contas a receber são caracterizadas por gerenciamento de resultados. O argumento tem por base a suposição de que é mais acessível gerenciar resultados pelo exercício de ações discricionárias sobre o reconhecimento da receita em contas a receber.

No Modelo de Jones Modificado, as acumulações correntes são dadas por:

$$\frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}, \quad (4)$$

Em que:

$CR_{i,t}$ são as contas a receber da empresa i no trimestre t .

Para estimar as acumulações correntes não discricionárias para a empresa i no trimestre t , determinou-se as regressões para a amostra considerada no estudo. Com base nas acumulações não discricionárias estimadas, foi possível calcular as acumulações discricionárias. Utilizando o Modelo de Jones Modificado, as acumulações correntes discricionárias (GR) são calculadas por:

$$\begin{aligned}
Acumula\c{c}o\~{e}s_Discricion\~{a}rias_{i,t} = & \frac{Acumula\c{c}o\~{e}s_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - \hat{\beta}_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) \\
- \hat{\beta}_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right)
\end{aligned}
\tag{5}$$

Em que:

$Acumula\c{c}o\~{e}s_Discricion\~{a}rias_{i,t}$ representam o GR para a empresa i no trimestre t , que é calculado como a diferença entre as acumula\c{c}o\~{e}s correntes ponderadas pelos ativos totais em $t - 1$ e acumula\c{c}o\~{e}s n\~{a}o discricion\~{a}rias (resultante da estimac\~{a}o dos betas do modelo (4)).

Segundo Guay, Kothari, e Watts (1996), a regress\~{a}o simples de retorno sobre os *accruals* discricion\~{a}rios sugerem que o modelo de Jones Modificado produza *accruals* discricion\~{a}rios consistentes tanto com a melhora do desempenho quanto com a suaviza\c{c}o oportunistas dos lucros.

2.5.3 Modelo de Jones Modificado com ROA

A diferen\c{c}a entre o modelo Jones Modificado e Jones Modificado com ROA \c{e} que o segundo utiliza um novo controle para a estimac\~{a}o das acumula\c{c}o\~{e}s n\~{a}o-discricion\~{a}rias. Al\c{e}m de considerar as vari\~{a}veis receita l\~{i}quida e contas a receber, o modelo considera a vari\~{a}vel de retorno sobre os ativos (ROA) na estimac\~{a}o das acumula\c{c}o\~{e}s n\~{a}o-discricion\~{a}rias.

No Modelo de Jones Modificado com ROA, as acumula\c{c}o\~{e}s correntes s\~{a}o especificadas por:

$$\frac{Acumula\c{c}o\~{e}s_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}
\tag{6}$$

Em que:

$ROA_{i,t}$ \c{e} o retorno sobre os ativos da empresa i no trimestre t .

2.6 Gerenciamento de Resultados e emissão de títulos de dívida

Os detentores de títulos tendem a se concentrar na capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa futuros para garantir o pagamento do juro e principal do título. A qualidade da informação contábil afeta as estimativas de fluxos de caixa futuros dos detentores de dívidas. Bharat, Sunder, e Sunder (2008) constataram que empresas com qualidade contábil comprometida, enfrentam diferenciais de rendimento significativamente mais elevados de novas emissões de títulos de dívida. Prevost, Skousen, e Rao (2008) relataram que *accruals* anormais possuem impactos negativos nos preços de todos os títulos de dívida. Esses resultados sugerem que os credores exijam uma taxa mais elevada das empresas para gerenciar os lucros por meio de acumulações.

Ademais, segundo Ge e Kim (2014), os lucros manipulados não podem servir como uma medida confiável de desempenho da empresa para os detentores de títulos de dívida, com o intuito de avaliar a rentabilidade futura da empresa. Neste sentido, o GR distorce a qualidade dos lucros e aumenta a assimetria de informações no que diz respeito ao desempenho da empresa entre os gestores e os detentores de títulos de dívidas.

Evidências comprovam que o efeito do gerenciamento de resultados no mercado de títulos de dívidas é importante por diversas razões. Em primeiro lugar, o GR parece ser uma prática comum. Graham, Harvey, e Rajgopal (2005) analisaram em seus estudos que 80% dos participantes da pesquisa, executivos de empresas norte-americanas, optavam por implementar ações econômicas reais que poderiam ter consequências negativas a longo prazo em vez de realizar ajustes contábeis para atingir metas de lucros a curto prazo.

Em segundo lugar, o GR oculta ganhos não gerenciados de uma empresa, o qual pode ser prejudicial para a rentabilidade e vantagens competitivas de uma empresa a longo prazo (Zang, 2012; Cohen & Zarowin, 2010). Portanto, o GR aumenta a assimetria de informações entre os gestores e os detentores de títulos de dívida em relação ao atual período não gerenciado de uma empresa e, desse modo, pode afetar as estimativas dos detentores de títulos de dívida por conta dos gestores potencializarem os lucros da empresa. Este risco informacional tem um efeito potencial sobre os preços dos títulos, e pode ser corroborado por estudos realizados por Liu, Ning, & Davidson III (2010), no qual encontraram evidências que o gerenciamento de resultados aumentou antes das empresas oferecerem os títulos de dívidas ao mercado. Os resultados indicaram que, como acionistas, os detentores de títulos não conseguem ver através dos lucros inflados na precificação de uma nova dívida.

Por fim, os debenturistas têm contratualmente fixado reivindicações, tais como

pagamentos de juros periódicos. Eles tendem a se concentrar em fluxos de caixa futuros para garantir a capacidade da empresa em pagar os juros e o principal dos títulos. Isso porque, o GR pode ter consequências negativas diretas sobre o nível futuro dos fluxos de caixa líquidos (Graham et al., 2005; Kim & Sohn, 2013), e os debenturistas estão propensos a se preocupar com as reais atividades de gerenciamento de resultados.

2.7 Debêntures no Brasil

Existem duas principais linhas para financiamentos de longo prazo a terceiros no mercado interno. A primeira alternativa é o recurso do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Porém, apesar das vantagens em relação a prazos e taxas, essa modalidade oferece diversos inconvenientes para as empresas, como restrições para o uso dos recursos, monitoramento constante e demora no processo de aprovação. A segunda alternativa é a emissão de debêntures. Devido à escassez de recursos do BNDES, à estabilidade econômica após o Plano Real e à maior regulamentação do setor, as debêntures têm sido bastante utilizadas por grandes corporações brasileiras para financiar projetos de médio e longo prazos. Além disso, suas emissões vêm superando as de ações numa razão de 10 para 1 (Sheng & Saito, 2005).

Dessa forma, as debêntures são títulos de dívida, de médio e longo prazos, que confirmam ao detentor um direito de crédito contra a companhia emissora. No Brasil, as debêntures constituem uma das formas mais antigas de captação de recursos por meio de títulos (BM&FBOVESPA).

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), há diversos motivos por optar em captar recursos via debêntures, entre eles:

- a) Flexibilidade nos prazos, garantias e condições de emissão que permitem ajustar os pagamentos de juros e amortizações às características do projeto e à disponibilidade de recursos da empresa;
- b) Redução de custos, pois em geral, as debêntures apresentam custos de captação menores, principalmente em relação a empréstimos bancários de curto prazo;
- c) Atratividade, em que as empresas podem incluir cláusulas que tornem as debêntures

mais atrativas aos compradores – conversibilidade e participação nos lucros, por exemplo. Portanto, amplia a demanda pelo título e diminui os custos de captação.

A tabela a seguir apresenta o volume de emissões primárias e secundárias dos principais valores mobiliários desde 1995, expresso em R\$ milhões.

Tabela 2: Volumes de emissões primárias e secundárias **R\$ milhões**

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,38	1.116,68	0	0
1996	9.179,37	8.395,48	499,35	0	0
1997	3.965,21	7.517,78	5.147,01	0	0
1998	5.968,38	9.657,30	12.903,49	314,01	0
1999	4.638,79	6.676,38	8.044,00	12,9	0
2000	13.537,49	8.748,00	7.590,70	171,67	0
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,8	0
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,6	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00
2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	14.300,00	88.446,00	22.652,00	10.361,00	6.058,00
2013	23.895,00	66.136,00	20.809,00	14.480,00	5.923,00
2014	14.992,00	45.670,00	19.223,00	9.427,00	4.640,00

Fonte: ANBIMA (2014)

Diversos autores discorrem sobre o tema de emissão de debêntures no Brasil e sua efetividade como fonte de financiamento de longo prazo. Sheng e Saito (2005) analisaram o efeito do *rating* sobre o *spread* das emissões de debêntures no Brasil. Os autores evidenciaram uma correlação negativa (quanto maior o *rating*, menor o *spread*) para todas as emissões, independentemente do indexador. A expectativa de mercado internacional em relação ao ambiente econômico brasileiro; o tipo de setor e o volume da emissão foram

importantes variáveis de controles na determinação do *spread*.

Sanvincente (2001) aborda em seu estudo a evolução do mercado primário das debêntures no Brasil, bem como os motivos principais para que uma empresa promova a emissão de debêntures e o efeito dos resultados em termos de riqueza para o acionista. O autor apresentou evidências sobre o comportamento dos preços do mercado de ações das empresas que registraram emissões de debêntures no período de 1997 a 2001.

Os autores Pimentel, Peres, e Lima (2011) analisaram a evolução do mercado brasileiro de debêntures e seu papel no financiamento empresarial entre 1995 e 2009. Os testes sugeriram que o aumento no volume de debêntures impulsiona o crescimento econômico. Além disso, os autores verificaram que o mercado de debêntures pareceu ser mais relevante do que o mercado de crédito bancário para influenciar o crescimento econômico.

Sheng e Saito (2008) investigaram empiricamente *proxies* de liquidez baseadas nas características das debêntures das companhias brasileiras, assim como a interação entre as medidas de liquidez. Os autores constataram que o tamanho de emissão e determinados tipos de emissores são *proxies* de liquidez; controlando os tipos de emissores, as debêntures com maior tamanho de emissão são as mais líquidas; a diferença entre preços máximos e mínimos das transações não é uma medida de liquidez apropriada.

Devido à escassez de pesquisas científicas no Brasil relacionando a emissão de debêntures com GR, o presente estudo é relevante por verificar se empresas emissoras de debêntures gerenciam seus resultados e em qual período esta intervenção é realizada.

2.7.1 Debêntures Conversíveis e Não Conversíveis (Simples)

Segundo a Cartilha de Debêntures (2008) publicada pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), as debêntures podem ser classificadas em dois tipos: conversíveis e não conversíveis. Essas debêntures podem ou não ser trocadas por ações da companhia emissora. Dessa forma, podem contemplar cláusulas de permutabilidade por outros ativos ou por ações de emissão de terceiros que não a emissora.

No Brasil, a emissão de debêntures não conversíveis (simples) é mais usual do que a emissão de debentures conversíveis, conforme pode ser observado na tabela a seguir, a qual fornece alguns detalhes a respeito da natureza das emissões registradas de debêntures durante o período de janeiro de 1997 a junho de 2001.

Tabela 3: Características das emissões registradas de debêntures

Características	Número de emissões	Valor total registrado (R\$ bilhões)
Debêntures conversíveis	48	7,717
Debêntures simples	162	29,705
Empresas com ações negociadas na Bovespa	73	16,871
Empresas sem ações negociadas na Bovespa	137	20,55

Fonte: Sanvicente (2001)

Dessa forma, Sanvicente (2001) ressalta a relevância de entender que o mercado de ações reage à informação de registro de emissão como se recebesse sinais sobre as perspectivas de lucro das empresas emissoras. Isso ocorre de maneira significativa, no qual evidencia o caráter informacional importante das decisões de emissão e chama atenção para os problemas decorrentes da falta de transparência do mercado secundário de debêntures e da finalidade com a qual o próprio mercado primário é utilizado.

3. MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

A metodologia desenvolvida para o presente trabalho é realizada por meio de regressões de dados em painel, tornando-se possível estudar a questão sob uma ótica temporal. Portanto, além de investigar se as empresas gerenciam seus resultados contábeis, também é analisado em que momento ao redor da emissão de títulos de dívidas esta prática é mais intensa.

3.1 População e Amostra

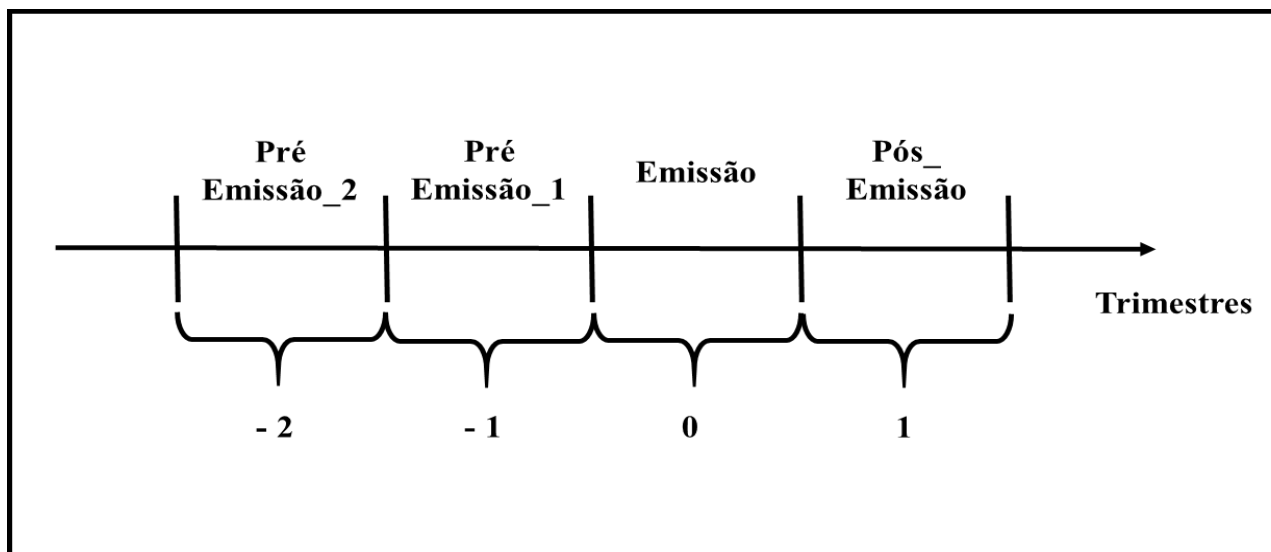
A base de dados utilizada neste trabalho provém do Sistema Nacional de Debêntures (SND), acessível por meio do site vinculado à Associação Brasileira dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA). O SND possui registros desde 1981, com atualizações diárias. O presente estudo possui como data-base o período de janeiro de 2014. Os dados financeiros das empresas são provenientes da ferramenta Economática® e das demonstrações financeiras trimestrais das empresas disponíveis nos endereços eletrônicos da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) da BM&FBovespa.

Levando-se em consideração que os testes empíricos devem ser realizados sobre as variações de gerenciamento de resultados de companhias emissoras de debêntures, de início foram excluídas as Sociedades Anônimas, que, na época de sua emissão de debênture, possuíam capital fechado. Em seguida, foram retiradas da amostra emissões realizadas por instituições financeiras, como companhias de *leasing*. Tal exclusão considera-se padrão na literatura pelo fato deste segmento possuir riscos e atividades peculiares. Por fim, foram excluídas empresas cujos balanços não estavam disponíveis no trimestre específico. Ao final, a amostra foi composta por 180 empresas, sendo 121 empresas não emissoras e 59 empresas emissoras de debêntures. Considerando um universo de 302 empresas listadas na BM&FBovespa em 2014, a amostra do presente estudo representa 60% das empresas.

3.2 Descrição das Fases ao Redor da Dívida

Para a investigação na perspectiva temporal da prática de gerenciamento de resultados, quatro fases ao redor da emissão de debêntures foram definidas, conforme esquema e descrição apresentados a seguir:

Figura 3: Descrição das fases no estudo de gerenciamento de resultados contábeis



Fonte: Elaboração do autor

- **Pré Emissão_2:** período pré-emissão, composto por dois trimestres anteriores ao trimestre imediatamente prévio a emissão (-2, na convenção adotada). Neste período, espera-se encontrar níveis mais baixos de manipulação de resultados contábeis, tendo em vista que as empresas ainda não se encontram no intervalo presumido como o mais propenso à tal prática.
- **Pré Emissão_1:** período pré-emissão, composto por um trimestre imediatamente prévio à emissão (-1, na convenção adotada). Segundo Rangan (1998), os incentivos para manipular resultados são mais fortes no trimestre imediatamente anterior ao anúncio da oferta pública, exatamente por ser o momento em que os gestores desejam que a empresa seja mais bem avaliada, com o objetivo de atrair os investidores. Paralelamente aos resultados encontrados por Rangan (1998), os incentivos para gerenciar resultados ao redor da emissão de debêntures também tendem a ser mais fortes no trimestre que antecede a emissão, pelos mesmos motivos já citados pelo autor.
- **Emissão:** período de emissão das debêntures (0, na convenção adotada). Ainda segundo Rangan (1998), é esperado que os resultados continuem a ser gerenciados no trimestre da emissão, pois uma mudança brusca nos resultados reportados poderiam

motivar a abertura de processos contra a empresa e seus administradores, além de outros prejuízos financeiros e reputacionais.

- **Pós_Emissão:** período pós emissão, que compreende a um trimestre logo após o trimestre imediatamente de emissão de debêntures (1, na convenção adotada). Considera-se que nesta fase os gestores já não possuam mais incentivos para manipular os resultados. No entanto, a reversão tende a acontecer no mesmo ano da emissão, uma vez que torna-se mais difícil uma auditoria independente captar esta intervenção nos resultados.

3.3 Hipóteses

Para atingir o objetivo proposto, o estudo é norteado por três hipóteses relacionadas ao nível de gerenciamento de resultados e empresas emissoras e não emissoras de debêntures.

Nardi e Nakao (2009) apontam que motivos contratuais e necessidade de adquirir condições de empréstimos favoráveis (baixo custo, por exemplo) são motivações para as empresas gerenciarem seus resultados. Nesse sentido, as empresas emissoras de debêntures apresentam incentivos para gerenciar seus resultados contábeis. Sendo assim, a primeira hipótese visa testar se as empresas que emitem debêntures apresentam um nível de GR maior em relação àquelas que não emitem.

H₁: Empresas emissoras de debêntures apresentam maior nível de gerenciamento de resultados positivos, comparadas com as não emissoras.

A primeira hipótese é importante porque demonstra se há diferença de comportamento em relação ao nível de GR entre as empresas emissoras e as não emissoras de debêntures. Essa hipótese busca verificar se a amostra das empresas emissoras de debênture é diferente da amostra das não emissoras.

Dado que as empresas emissoras de debêntures podem ter incentivos para aumentar o nível de gerenciamento de resultados no período de emissão, a hipótese 2 busca verificar em qual fase esse aumento ocorreria. Com isso, formula-se a seguinte hipótese:

H₂: Empresas emissoras de debêntures apresentam maior nível de gerenciamento de resultados positivos no momento que antecede à emissão, comparadas com as não emissoras.

Dado que as empresas emissoras de debêntures podem apresentar maior nível de GR em uma das fases da emissão, a hipótese 3 busca identificar quais variáveis de características das empresas (tamanho, crescimento de vendas, ROA, endividamento) poderiam explicar esse maior nível de GR. Hochberg (2012) argumenta que as variáveis financeiras podem apresentar relação positiva com o nível de GR das empresas. Essa hipótese busca testar quais características financeiras das empresas poderiam explicar maior nível de GR no período pré-emissão da debênture. Com isso, a hipótese 3 é formulada da seguinte forma:

H₃: Empresas emissoras de debêntures apresentam características financeiras e operacionais diferentes no momento que antecede à emissão, comparadas com as não emissoras.

3.4 Especificação Econométrica

A estimação das acumulações discricionárias baseia-se na comparação de que as acumulações são oriundas apenas das operações usuais da empresa, ou seja, não há gerenciamento de resultados. Para calcular o nível “normal”, ou não discricionário das acumulações, podem ser empregados tanto dados em séries de tempo quanto em corte seccional. Como as empresas da amostra não possuem histórico suficiente para a utilização de dados em séries de tempo, os coeficientes das regressões para o cálculo das acumulações não-discricionárias foram obtidos com dados em corte seccional, para cada trimestre analisado. Subramanyan (1996) e Bartov, Gul, e Tsui (2000) salientam que a versão *cross section* do modelo de Jones Modificado é superior, *ex ante*, à versão em séries de tempo, principalmente em decorrência do número consideravelmente maior de observações disponíveis, o que aumenta a precisão dos coeficientes estimados, e também devido à redução do problema do viés de sobrevivência.

Para testar a hipótese H₁, utilizaram-se regressões em painel em que a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados ($GR_{i,t}$) para a empresa i no tempo t , medida pelas acumulações discricionárias correntes. A variável de interesse é uma *dummy* para empresas que emitiram debênture. Essa variável é constante no tempo e assume valor um quando a observação vem de uma empresa que emitiu debênture no instante t . Para confirmar

a H_1 , o coeficiente dessa variável *dummy* deve ser positivo e estatisticamente significativo. O modelo também inclui diversas variáveis de controle que podem influenciar nos incentivos para o gerenciamento de resultados:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Debenture_i + \beta_2 Auditor_i + \beta_3 Tamanho_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Alavancagem_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Governança_i + \gamma' trimestre_t + \delta' indústria_j + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Em que:

Debenture_i: é a variável *dummy* que assume valor um se a empresa *i* já emitiu alguma debenture, e zero caso contrário;

Auditor_i: é a variável *dummy* que assume valor um se a empresa *i* tinha suas demonstrações financeiras auditadas por um dos líderes mercado (*big-four*), e zero caso contrário;

Tamanho_{i,t}: é o logaritmo natural dos ativos totais da empresa *i* no trimestre *t* (em milhões de reais);

Crescimento_i: é a variação da receita líquida operacional da empresa *i* entre os trimestres *t - 1* e *t*, dividida pela receita líquida operacional no trimestre *t - 1*;

Alavancagem_{i,t}: alavancagem da empresa *i* no trimestre *t*, calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais;

ROA_{i,t}: retorno sobre os ativos da empresa *i* entre os trimestres *t - 1* e *t*, calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais;

Governança Corporativa_i: é a variável *dummy* que assume valor um se a empresa *i* está listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e zero caso contrário;

γ' trimestre_t: é um vetor de parâmetros que controla por trimestres;

$\delta' indústria_j$: é um vetor de parâmetros que controla por setores (Econômica).

A variável $Auditor_i$ tem o efeito de monitor externo, funcionando como agente de certificação, que pode reprimir o GR das empresas. Para Morsfield e Tan (2006), a reputação do auditor externo poderia ser prejudicada se ele não conseguisse identificar distorções contábeis. Por conta disso, o resultado esperado para a variável $Auditor_i$ é negativo.

A variável $Tamanho_{i,t}$ pode ter efeito positivo ou negativo sobre o GR. Para Hochberg (2012), as demonstrações financeiras de empresas maiores são mais complexas, podendo ser um aspecto facilitador para o gerenciamento de resultados. Porém, essas empresas também estão sujeitas a serem acompanhadas por analistas de mercado, o que poderia reduzir as oportunidades de GR.

O resultado esperado para a variável $Crescimento_i$ é positivo. Para Hochberg (2012), empresas com maior taxa de crescimento estão mais propensas a apresentar maiores níveis de acumulações discricionárias, pois apresentam maior margem para GR.

De forma similar a variável $Tamanho_{i,t}$, não há expectativa clara para a variável $Alavancagem_{i,t}$. Para Morsfield e Tan (2006), empresas mais alavancadas possuem incentivos para manipular positivamente os resultados com o intuito de evitar a violação de cláusulas contratuais de dívidas, porém essas empresas também enfrentam maior monitoramento dos detentores desses títulos. Além disso, em seus estudos, Schipper (1989) e Iudícibus e Lopes (2004) apontaram evidências de que empresas com níveis altos de alavancagem também apresentavam maiores níveis de GR.

A variável $ROA_{i,t}$ tem a finalidade de controlar o viés que pode haver entre GR e o desempenho da empresa. Para Dechow et al. (1995), os testes de gerenciamento de resultados podem ser mal especificados se as acumulações discricionárias forem correlacionadas com o desempenho da empresa.

O resultado esperado para a variável $Governança Corporativa_i$ é negativo. Para Bowen, Rajgopal, e Venkatachalam (2008), o baixo nível de Governança Corporativa pode beneficiar o gerenciamento de resultados, uma vez que pode haver assimetria de informações entre acionistas e gestores da empresa.

Para testar a hipótese H_2 , que leva em consideração possíveis diferenças no nível de GR ao longo do tempo, utilizou-se a mesma especificação básica do Modelo 7, com o acréscimo de variáveis *dummies* indicativas de todas as fases de emissão da debênture. Para confirmar H_2 , o coeficiente de uma das variáveis *dummy* de fase deve ser positivo e

estatisticamente significativa. O modelo também inclui diversas variáveis de controle que podem influenciar nos incentivos para o gerenciamento de resultados:

$$\begin{aligned}
 GR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Pré} - \text{Emissão}2_{i,t} + \beta_2 \text{Pré} - \text{Emissão}1_{i,t} + \beta_3 \text{Emissão}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{Pós} - \text{Emissão}_{i,t} + \beta_5 \text{Auditor}_i + \beta_6 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_7 \text{Crescimento}_{i,t} \\
 & + \beta_8 \text{Alavancagem}_{i,t} + \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{10} \text{Governança}_i + \gamma' \text{trimestre}_t \\
 & + \delta' \text{indústria}_j + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

(8)

Em que:

Pré – Emissão2_{i,t}: é a variável *dummy* que assume valor um para a empresa *i* dois trimestres antes da emissão da debênture, e zero caso contrário;

Pré – Emissão1_{i,t}: é a variável *dummy* que assume valor um para a empresa *i* um trimestre antes da emissão da debênture, e zero caso contrário;

Emissão_{i,t}: é a variável *dummy* que assume valor um para a empresa *i* no trimestre da emissão da debênture, e zero caso contrário;

Pós – Emissão_{i,t}: é a variável *dummy* que assume valor um para a empresa *i* um trimestre depois da emissão da debênture, e zero caso contrário.

No Modelo 8, a variável *dummy Pós – Emissão_{i,t}* é a variável omitida com o intuito de evitar a colinearidade perfeita. Portanto, os coeficientes em *Pré – Emissão2_{i,t}*, *Pré – Emissão1_{i,t}* e *Emissão_{i,t}* devem ser interpretados como diferenças em relação à variável *Pós – Emissão_{i,t}*. Para confirmar a hipótese H₂, o sinal associado a essas *dummies* deve ser positivo e estatisticamente significantes.

Para testar a hipótese H₃, que leva em consideração possíveis diferenças no desempenho financeiro das empresas durante as fases de emissão da debênture, assim como seu nível de GR ao longo do tempo, utilizou-se a mesma especificação do Modelo 8, com o acréscimo de variáveis *dummies* indicativas de todas as fases de emissão da debênture bem

como os termos interativos dessas variáveis com as variáveis financeiras da empresa. As variáveis utilizadas foram auditor, tamanho, crescimento, alavancagem, ROA e governança corporativa. Os termos interativos nessa especificação mostrarão se há relação entre as características financeiras das empresas e o nível de GR nas fases de emissão.

Para confirmar H₃, os coeficientes das variáveis dos termos de interação devem ser estatisticamente significantes. Da mesma forma, esse modelo será estimado da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 GR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Pré} - \text{Emissão}2_{i,t} + \beta_2 \text{Pré} - \text{Emissão}1_{i,t} + \beta_3 \text{Emissão}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{Pós} - \text{Emissão}_{i,t} + \beta_5 \text{Auditor}_i + \beta_6 \text{Tamanho}_{i,t} + \beta_7 \text{Crescimento}_{i,t} \\
 & + \beta_8 \text{Alavancagem}_{i,t} + \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{10} \text{Governança}_i + \beta'_k x'_{i,t} \\
 & + \gamma' \text{trimestre}_t + \delta' \text{indústria}_j + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{9}$$

Em que:

$\beta'_k x'_{i,t}$ é um vetor de parâmetros estimados a partir das interações das *dummies* de fase da emissão da debênture com as variáveis financeiras da empresa.

No Modelo 9, novamente a variável *dummy Pós - Emissão*_{*i,t*} é a variável omitida com o intuito de evitar a colinearidade perfeita. Para confirmar a hipótese H₃, os coeficientes associados às *dummies* de interação das fases da emissão com as variáveis financeiras da empresa devem ser estatisticamente significantes.

4. RESULTADOS

A tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis que caracterizam a heterogeneidade das empresas. Inicialmente, observa-se, que para essas variáveis, as amostras das empresas emissoras e não emissoras de debêntures são similares. Por exemplo, o tamanho médio das empresas emissoras é de 14,7 milhões (logaritmo dos ativos totais da empresa i no período t), já o tamanho médio para as empresas não emissoras é de 13,7 milhões. Para a amostra das emissoras, a média da variável ROA foi 22,1%, enquanto a média para a amostra das não emissoras foi 23,2%. Essas diferenças não são estatisticamente significantes. Adicionalmente, é possível observar um padrão semelhante para outras variáveis, como crescimento de vendas e alavancagem.

Os únicos aspectos para os quais as duas amostras são estatisticamente diferentes são:

- Qualidade do auditor: 47,2% das empresas emissoras contrataram um dos líderes de mercado (*big-four*) contra 31,2% das empresas não emissoras;
- Nível de governança corporativa: 28,5% das empresas emissoras estão listadas no Nível II ou Novo Mercado de governança corporativa contra 17,8% das empresas não emissoras. Essas diferenças são estatisticamente significantes a 10%.

Tabela 4 - Estatística Descritiva das Características Financeiras das Empresas da Amostra

A variável tamanho da empresa está em milhões de reais e refere-se à data de coleta dos dados realizada em novembro de 2014. Todos os dados estão em Moeda de 2014. A variável Tamanho é o logaritmo natural dos Ativos Totais. A estatística T testa a diferença das médias entre as empresas que emitiram e não emitiram Debêntures. As estatísticas destacadas indicam significância estatística ao nível de 10%.

	Todas N=180			Emitiram Debênture N=59			Não Emitiram Debênture N=121			Estatísti ca-t
	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	
Crescimento de Vendas	0.024	0.031	0.045	0.030	0.031	0.034	0.010	0.031	0.054	0.00
Alavancagem	0.254	0.263	0.166	0.280	0.290	0.162	0.218	0.237	0.166	0.53
ROA	0.220	0.227	0.296	0.220	0.221	0.022	0.220	0.232	0.413	-0.11
Tamanho (bilhões)	14.285	13.946	1.516	14.731	14.420	1.239	13.712	13.496	1.616	0.93
Auditor	0.000	0.390	0.487	0.000	0.472	0.499	0.000	0.313	0.463	0.16*
Governança	0.000	0.230	0.421	0.000	0.285	0.451	0.000	0.178	0.383	0.97*

A tabela 5 apresenta a correlação entre as variáveis exógenas. Em geral, as correlações são baixas, embora algumas sejam estatisticamente significativas ao nível de 1%. Conforme esperado, empresas listadas no Nível II ou Novo Mercado são associadas positivamente aos auditores de alta reputação (*big four*) e tendem a ser empresas maiores. Isso indica que empresas que decidirem por esses níveis de governança optam por contratar auditorias independentes maiores. As variáveis alavancagem e tamanho são positivamente correlacionadas, apontando que empresas maiores apresentam índices de alavancagem maiores. Por fim, empresas maiores expressam maiores taxas de crescimento de vendas.

Tabela 5 - Matriz de Correlação para as Variáveis Independentes

	<i>Dummy_Governança</i>	Auditor	Crescimento	Alavancagem	ROA	Tamanho
<i>Dummy_Governança</i>	1					
Auditor	0.06**	1				
Crescimento	0.12**	0	1			
Alavancagem	0.04**	0.03	-0.02	1		
ROA	0.01*	0.01	0.01	0.03**	1	
Tamanho	0.21**	0.25**	0.05**	0.19**	0.07**	1

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

A tabela 6 apresenta estatísticas descritivas para o nível de gerenciamento de resultados para empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Os resultados são apresentados para as duas *proxies* de gerenciamento de resultados, os modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. Inicialmente, destaca-se que as médias e os desvios-padrão apresentam pouca variação para ambos os modelos. Observando a amostra como um todo, o nível médio de GR, medido pelas acumulações discricionárias correntes como um percentual dos ativos totais no trimestre que antecede a emissão, varia de 3,80% a 4,08%, dependendo do modelo utilizado. Quando a amostra é dividida em empresas emissoras e não emissoras, destaca-se a seguinte diferença: o gerenciamento de resultados em empresas emissoras varia de 3,80% a 4,21%, enquanto nas empresas não emissoras varia de 3,76% a 3,96%. Esta diferença é estatisticamente significante ao nível de 10% (independentemente da *proxy* utilizada para o gerenciamento de resultado). Esse resultado é consistente com a hipótese H₁, isto é, empresas emissoras de debêntures tendem a apresentar níveis de gerenciamento de resultados maiores.

Tabela 6 - Gerenciamento de Resultados em Emissão de Debêntures

Estadísticas descritivas para o nível do gerenciamento de resultados em emissão de Debêntures. A amostra consiste em 180 empresas-trimestres com 59 emissões de Debêntures na BM&FBOVESPA de Janeiro/2000 a Janeiro/2014. As duas medições de gerenciamento de resultados são baseadas nos modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. O gerenciamento de resultados é em percentagem dos ativos totais. As diferenças destacadas em negrito indicam que o teste t para a diferença de médias é estatisticamente significativo ao nível de 10% ou menos.

Painel A: Todas as Fases Juntas				
Modelo	Amostra	Empresas	Média	Desvio-padrão
Jones Modificado	Todas as Empresas	180	3.80%	3.01%
	Emissoras	59	3.80%	3.00%
	Não Emissoras	121	3.70%	3.02%
	Diferença		0.10%*	
Jones Modificado com ROA	Todas as Empresas	180	4.08%	3.28%
	Emissoras	59	4.21%	3.31%
	Não Emissoras	121	3.96%	3.25%
	Diferença		0.25%*	

A tabela 7 apresenta o nível de gerenciamento considerando as fases de emissão. Observa-se que, na média, os gerenciamentos de resultado são positivos e mais altos no período pré-emissão da debênture, ou seja, é maior no trimestre que antecede a emissão. A fase que considera dois trimestres que antecede a emissão, não apresenta níveis de gerenciamento estatisticamente diferentes em relação às empresas não emissoras. Nesse sentido, os resultados encontrados apontam que o GR é maior no trimestre que antecede à emissão, cujas demonstrações contábeis são geralmente publicadas durante o trimestre seguinte, em que ocorre a compra das debêntures. Assim, essas empresas buscam expor melhores resultados a fim de influenciar os investidores na hora da compra de debêntures. É importante ressaltar que o nível de gerenciamento é bem menor no trimestre da emissão. Isso aponta que a reversão ocorre rapidamente, visto que o nível de gerenciamento aumenta na fase da pré-emissão e cai consideravelmente na fase da emissão.

A tabela 7 aponta que o nível médio de gerenciamento de resultado no período pré-emissão é bem mais alto para as empresas emissoras, variando de 1,01% a 1,07% a mais em relação às empresas não emissoras. A diferença das médias para os dois grupos durante a fase da pré-emissão, é estatisticamente significativa ao nível de 1%.

Tabela 7 - Gerenciamento de Resultados nas Fases da Emissão

Estatísticas descritivas para o nível do gerenciamento de resultados em emissão de Debêntures considerando as fases de emissão. A amostra consiste em 180 empresas-trimestres com 59 emissões de Debêntures na BM&FBOVESPA de Janeiro/2000 a Janeiro/2014. As duas medições de gerenciamento de resultados são baseadas nos modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. O gerenciamento de resultados é em percentagem dos ativos totais. As diferenças destacadas em negrito indicam que o teste t para a diferença de médias é estatisticamente significativo ao nível de 10% ou menos.

Modelo	Pré-Emissão_2		Pré-Emissão_1		Emissão	
	N	Média	Diferença	Média	Diferença	Média
Jones Modificado	59	3.67%	1.01%***	4.68%	-0.47%**	4.21%
Jones Modificado com ROA	58	4.02%	1.07%***	5.09%	-0.99%***	4.10%

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

A variável *dummy* de debêntures não foi estatisticamente significativa para nenhum modelo, realçando que não há diferença estatisticamente significativa, em termos de GR, entre a amostra das empresas emissoras e não emissoras de debênture. Embora possa ser conflitante com a análise univariada apresentada na tabela 4, os resultados apresentados na tabela 8 mostram a diferença em termos de GR considerando um conjunto de variáveis de controle, que representam as características das empresas da amostra, como: crescimento de vendas, tamanho, ROA, alavancagem, *dummies* de auditor e governança corporativa. Como o sinal dessas variáveis apresentaram significância estatística, isso indica que o nível de GR está relacionado a essas características.

Caso a variável *dummy* de emissão de debêntures apresentasse significância estatística, haveria um problema de seleção no modelo, uma vez que não seria possível inferir se as empresas emissoras apresentam um nível de GR maior ou menor devido à emissão ou porque elas já apresentam níveis de GR diferentes daquelas não emissoras ao longo do tempo. Sendo assim, dado que as amostras são similares ao longo do tempo em termos de GR, há uma questão a ser respondida: as empresas ao emitirem debêntures, aumentam seu nível de GR no período de emissão?

A tabela 8 testa exatamente a questão levantada, apresentando as estimativas para o modelo que inclui as fases da emissão da debênture como variáveis explicativas para capturar em qual fase o gerenciamento de resultados é maior para as empresas emissoras em relação às não emissoras. A variável *dummy* para a fase pós-emissão é omitida. A dinâmica capturada na tabela 8 é semelhante a que foi reportada na análise univariada (tabela 4). Os

coeficientes das variáveis *dummies* $Pré_Emissão_2_{i,t}$, e $Emissão_{i,t}$, não são estatisticamente significantes; exceto a variável $Pré_Emissão_1_{i,t}$, que é estatisticamente significativa ao nível de 5% e 10% em todos os modelos (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA) e em todas as especificações (Painel de Efeitos Fixos e Aleatórios e *Pooled OLS*). O nível de gerenciamento de resultados, no trimestre que antecede a emissão, controlando para as características das empresas, é positivo em torno de 1% a mais em relação às empresas não emissoras.

Destaca-se que esse resultado é robusto no que se refere à inserção de diversos controles, medidas de gerenciamento de resultados e métodos estatísticos. As variáveis alavancagem (em linha com Na et al., 2013), crescimento de vendas (como observado por Dechow, Hutton, Kim, e Sloan, 2012) e ROA (como observado por Silva, Weffort, Flores, e Silva, 2014; McNichols, 2000; Kothari et al., 2005), apresentam estatisticamente um efeito significativo e positivo no nível do gerenciamento de resultado.

A variável tamanho foi a única que, estatisticamente significativa, apresentou efeito negativo. Por fim, o teste F para a significância conjunta de todas as variáveis explicativas para o modelo de efeito fixo, é estatisticamente significativo ao nível de 1%.

Tabela 8 - Regressões de Gerenciamento de Resultados e Emissões de Debêntures

Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados em emissões de Debêntures. A variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa i no trimestre t como porcentagem dos ativos totais. Ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA). A amostra consiste em 4,585 observações empresas-trimestres com 49 Emissões de Debêntures na BM&FBOVESPA de Janeiro/2000 a Janeiro/2014. As estatísticas t (ou z) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses. Além disso, todas as regressões foram estimadas com erro-padrão com cluster por empresa.

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Método dos mínimos quadrados	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Método dos mínimos quadrados	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Pré_Emissão_2	0.001 (0.15)	0.000 (0.15)	0.000 (0.09)	0.000 (0.00)	0.000 (0.03)	-0.001 (-0.14)
Pré_Emissão_1	0.011** (2.34)	0.011** (2.35)	0.011** (2.31)	0.010* (1.81)	0.010* (1.83)	0.009* (1.65)
Emissão	0.002 (0.42)	0.002 (0.35)	0.001 (0.22)	-0.005 (-1.22)	-0.005 (-1.23)	-0.006 (-1.26)
Dummy_Governança	0.001 (1.18)	0.001 (0.68)		0.003* (1.87)	0.002* (1.78)	
Auditor	0.000 (0.39)	-0.000 (-0.13)		0.001 (0.66)	0.001 (0.60)	
Crescimento	0.021** (2.05)	0.019* (1.90)	0.019* (1.89)	0.028** (2.58)	0.027** (2.53)	0.029*** (2.69)
Alavancagem	0.007** (2.34)	0.008*** (2.73)	0.011*** (2.98)	0.005 (1.35)	0.005 (1.42)	0.007 (1.40)
ROA	0.007*** (9.31)	0.007*** (10.09)	0.008*** (10.02)	0.009*** (11.80)	0.008*** (16.57)	0.007*** (24.66)
Tamanho	-0.001*** (-2.77)	-0.001** (-2.48)	-0.002 (-1.49)	-0.001 (-0.94)	-0.000 (-0.90)	-0.002* (-1.81)
<i>Dummies Trimestrais</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Cluster por Empresas</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observations	4,585	4,585	4,585	4,218	4,218	4,218
R-squared	0.0212		0.0070	0.0173		0.0052

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

A tabela 9 apresenta os resultados obtidos na tabela 8, porém considerando as interações das variáveis *dummies* de fase com cada uma das variáveis financeiras das empresas. Com essas interações é possível analisar quais características das empresas explicam melhor o nível de gerenciamento na fase pré-emissão das debêntures. Como pode ser observado, a variável mais importante que explica o nível de gerenciamento, nessa fase, é o crescimento de vendas. Em parte, esse resultado pode ser interpretado pelo fato de que empresas que apresentam maiores taxas de crescimento de vendas, também possuem maiores margens para gerenciar seus resultados. Tanto no modelo Jones Modificado quanto no Jones

Modificado com ROA, a variável interação de Crescimento de Vendas com a fase *Pré_Emissão_1*, são estatisticamente significantes ao nível de 5% e 10%. Os níveis de gerenciamento variam positivamente de 2,66% a 2,92%. Os resultados podem ser corroborados por Hochberg (2012), em que empresas com maior crescimento de vendas, estão mais propensas a apresentar maior nível de acumulações discricionárias.

Tabela 9 - Regressões de Gerenciamento de Resultados considerando as Interações com as Fases de Emissão

Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados em emissões de Debêntures considerando as interações das variáveis características das empresas com a variável *Pré_Emissão_1* que corresponde ao trimestre que antecede à emissão da Debênture. A variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como percentagem dos ativos totais. Ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA). A amostra consiste em 4,585 observações empresas-trimestres com 49 Emissões de Debêntures na BM&FBOVESPA de Janeiro/2000 a Janeiro/2014. As estatísticas t (ou z) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Método dos mínimos quadrados	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos	Método dos mínimos quadrados	Efeitos Aleatórios	Efeitos Fixos
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Pré_Emissão_2	-0.003 (-0.67)	-0.003 (-0.59)	-0.003 (-0.60)	-0.004 (-0.78)	-0.003 (-0.68)	-0.004 (-0.71)
Emissão	0.003 (0.47)	0.002 (0.37)	0.002 (0.27)	-0.003 (-0.43)	-0.003 (-0.45)	-0.004 (-0.57)
Auditor_Pré_Emissão_1	0.000 (0.00)	0.001 (0.12)	0.001 (0.09)	0.004 (0.37)	0.004 (0.38)	0.004 (0.36)
Governança_Pré_Emissão_1	-0.004 (-0.39)	-0.007 (-0.70)	-0.008 (-0.81)	-0.015 (-1.34)	-0.020* (-1.71)	-0.023* (-1.95)
Crescimento_Pré_Emissão_1	0.289* (1.83)	0.274* (1.72)	0.266* (1.66)	0.392** (2.00)	0.374* (1.86)	0.378* (1.85)
Alavancagem_Pré_Emissão_1	-0.011 (-0.36)	-0.010 (-0.35)	-0.008 (-0.28)	-0.057* (-1.90)	-0.057* (-1.90)	-0.049 (-1.60)
ROA_Pré_Emissão_1	0.018 (0.05)	-0.063 (-0.17)	-0.114 (-0.32)	0.014 (0.03)	-0.104 (-0.26)	-0.155 (-0.38)
Tamanho_Pré_Emissão_1	0.000 (0.04)	-0.001 (-0.15)	-0.002 (-0.29)	0.001 (0.17)	-0.000 (-0.07)	-0.001 (-0.21)
<i>Dummies Trimestrais</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Cluster por Empresas</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observations	2,517	2,517	2,517	2,294	2,294	2,294
R-squared	0.0244		0.0023	0.0280		0.0045

*, ** e *** denotam significância aos níveis de 10%, 5% e 1% (para testes bicaudais), respectivamente.

Por fim, para efeitos de robustez, foi utilizado o método de *Propensity Score Matching* para minimizar os problemas de seleção que poderiam enviesar os resultados nas amostras deste estudo. A metodologia de *Propensity Score Matching (PSM)* tem como finalidade tornar grupos de controle e tratamento comparáveis. Para tanto, tal metodologia busca homogeneizar a distribuição de diversas variáveis entre os grupos.

O *Maching* foi estimado considerando empresas similares em termos de tamanho, alavancagem e rentabilidade. A ideia de escolher essas variáveis é que se espera que empresas de mesmo tamanho, nível de alavancagem e rentabilidade similares apresentem também níveis de GR similares. Com isso, é possível controlar características observáveis que poderiam enviesar os resultados já encontrados. Nesse sentido, a diferença seria a emissão de debênture. A tabela 10 apresenta a análise do gerenciamento de resultados considerando este método. Como pode ser observado, o nível de gerenciamento é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. As empresas emissoras de debêntures apresentam nível de GR positivo, que varia entre 0,9% a 1% na fase que antecede à emissão. Tanto nas fases pré-emissão, considerando dois trimestres, quanto na fase de emissão não há diferenças estatisticamente significantes em termos de gerenciamento de resultados.

Tabela 10 - Gerenciamento de Resultados considerando *Propensity Score Matching*

Para cada uma das emissões foi feito um *matching* com uma empresa do mesmo setor com rentabilidade, alavancagem e crescimento de vendas semelhantes, porém que não havia emitido Debênture. A variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como porcentagem dos ativos totais. Ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA). A amostra consiste em 4,585 observações empresas-trimestres com 49 Emissões de Debêntures na BM&FBOVESPA de Janeiro/2000 a Janeiro/2014. As estatísticas t (ou z) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Pré_Emissão_2	Pré_Emissão_1	Emissão	Pré_Emissão_2	Pré_Emissão_1	Emissão
	-0.001 (0.23)	0.009 (1.74)*	0.004 (0.83)	-0.000 (0.08)	0.010 (1.74)*	0.000 (0.06)
<i>N</i>	5,179	5,179	5,179	4,778	4,778	4,778

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante das premissas e pressupostos da literatura sobre gerenciamento de resultados, suas motivações e consequências, o objetivo deste estudo foi verificar se as empresas inflam seus resultados financeiros no período de emissão, com a finalidade de influenciar positivamente seus investidores.

O estudo utilizou como *proxy* do gerenciamento de resultados as acumulações discricionárias correntes, provenientes dos modelos Jones Modificado e Jones Modificado com ROA (Dechow et al., 1995 com ajustes sugeridos por Kothari et al., 2005). Além disso, outras variáveis de controle foram especificadas.

Quanto aos resultados, constatou-se que além da fase de Pré_Emissão_1 da dívida, a alavancagem, o crescimento de vendas e ROA, foram variáveis que apresentaram efeito positivo e estatisticamente significativo no nível do gerenciamento de resultado. A única variável que apresentou efeito negativo, estatisticamente significativo, foi a variável tamanho. Esses resultados não levam a rejeição da primeira hipótese do estudo que buscou analisar se havia diferença de comportamento em relação ao nível de GR entre as empresas emissoras e as não emissoras de debênture, ou seja, se a amostra das empresas emissoras de debênture era diferente da amostra das não emissoras.

Em relação aos resultados referentes à segunda hipótese do estudo, que buscou analisar a dinâmica do GR no momento da emissão das debêntures, esses permitiram constatar a rejeição dessa hipótese. Os resultados evidenciaram que o trimestre que apresentou maior nível de gerenciamento foi o que antecedeu a emissão.

Após examinar o período em que há maior nível de gerenciamento de resultado, investigou-se a hipótese 3, qual variável, interagida com a *dummy* referente ao trimestre anterior à emissão, destacar-se-ia. Tanto no modelo Jones Modificado quanto no Jones Modificado com ROA, a variável interação de Crescimento de Vendas é estatisticamente significativa ao nível de 5% e 10%. Dessa forma, a variável mais importante que explicou o nível de gerenciamento no período foi o crescimento de vendas. Em parte, esse resultado pode ser explicado pelo fato de que empresas que apresentam maiores taxas de crescimento de vendas também possuem maiores margens para gerenciar seus resultados. Esse resultado leva a confirmação da hipótese 3, que afirma haver relação entre o nível de GR e as características financeiras das empresas.

Portanto, tornou-se claro que as empresas emissoras de debêntures gerenciam seus resultados no trimestre que antecede a emissão. Nesse sentido, os resultados encontrados

mostraram que essas empresas tendem a apresentar maiores níveis de gerenciamento de resultados na fase em que os investidores são atraídos para a compra de debêntures. Sendo assim, essas empresas buscam apresentar melhores resultados a fim de influenciar os investidores na hora da compra. As empresas que apresentam maior nível de gerenciamento na fase em que os investidores optam por adquirir as debêntures, são àquelas que apresentam maior nível de crescimento de vendas. Isso ocorre, devido a maior margem que essas empresas têm de gerenciar seus resultados contábeis.

Estudos posteriores poderão abordar outras emissões, como o *Seasoned Equity Offering (SEO)*, a fim de melhor compreender a dinâmica de gerenciamento de resultados das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2013). Earnings Management, Capital Structure and the Role of Institutional Environments. *Financial Research Network*. Brisbane: University of Queensland Business School.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA). (2014). Recuperado em 8 novembro, 2014, de <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>.
- Associação Nacional das Instituições Do Mercado Financeiro (ANDIMA). (2014). Cartilha de Debêntures, 2008. Recuperado em 9 novembro, 2014, de <http://www.debentures.com.br/>.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, 30 (3), 421-452.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83 (1), 1-28.
- Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). (2014). Recuperado em 8 novembro, 2014, de <http://www.BM&FBovespa.com.br>.
- Bowen, R., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance. *Contemporary Accounting Research*, 25 (2), 351-405.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), 99-126.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 11 (2), 121-144.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais no Mercado Brasileiro de Capitais*. Tese de doutorado, Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 70 (2), 193-225.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, 50 (2), 275-334.

- Decourt, R. F., Martinewski, A. L., & Neto, J. P. (2007). *Existe Gerenciamento de Resultados nas Empresas com Ações Negociadas na Bovespa?* In: 7º Congresso Usp de Controladoria e Contabilidade, São Paulo.
- Defond, M. L., & Subramanyam, K. R. (1998). Auditor Changes and Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1), 35-67.
- Easley, H., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59 (4), 1553-1583.
- Ge, W. (2009). *Essays on Real Earnings Management*. Dissertation - Desautels Faculty of Management, McGill University, Montreal, Canada.
- Ge, W., & Kim, J. B. (2014). Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67 (4), 641-647.
- Gioielli, S. P. O., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *Brazilian Business Review*, 10 (4), 32-68.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40 (1-3), 3-73.
- Guay, W. R., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1996). A market-based evaluation of discretionary accruals model. *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.
- Gunny, K. (2005). *What are the Consequences of Real Earnings Management?* Working Paper, University of Colorado.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. *Review of Finance*, 16 (2), 429-480.
- Iudicibus, S., & Lopes, A. B. (2004). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (6), 518-543.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 163-197.
- Liu, Y., Ning, Y., & Davidson III, W. N. (2010). Earnings Management Surrounding New Debt Issues. *The Financial Review*, 45, 659-681.

- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de doutorado, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L., & Faria, M. P. (2007). Emissão de Debêntures e Earnings Management no Brasil. *Revista de Informação Contábil (RIC)*, 2 (1), 57-71.
- Matsumoto, A. S., & Parreira, E. M. (2007). Uma Pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: Causas e Conseqüências. *UnB Contábil*, 10 (1), 141-157.
- McNichols, M. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (4-5), 313-345.
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *Accounting Review*, 81 (5), 1119-1150.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista de Contabilidade & Finanças (RCF)*, 20 (50), 77-100.
- Paulo, E., Martins, E., & Corrar, L. J. (2007). Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 47 (1), 46-59.
- Pimentel, R. C., Peres, E. F., & Lima, G. A. S. F. (2011). O mercado de debêntures e o financiamento produtivo no Brasil: uma análise de Cointegração e Causalidade. *Revista de Contabilidade e Organizações (RCO)*, 5 (11), 4-22.
- Prevost, A. K., Skousen, C. J., & Rao, R. P. (2008). *Earnings Management and the Cost of Debt*. Working paper, Ohio State University, Department of Finance, Stillwater.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (1), 101-122.
- Sanvincente, A. Z. (2001). A evolução recente do mercado primário de debêntures. *Revista da CVM*, 34, 63-70.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*. Sarasota, 3, 91-102.
- Scott, W. R. (2011). *Financial Accounting Theory*. 6th ed. Prentice Hall.
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. *Revista da Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*. São Paulo, 40 (2), 193-205.

- _____. (2008). Liquidez das debêntures no mercado brasileiro. *Revista da Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*. São Paulo, 43 (2), 176-185.
- Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E. S., & Silva, G. P. (2014). Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 54 (3), 268-283.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71 (3), 289-315.
- Subramanyan, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22 (1-3), 249-281.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53 (6), 1935-1974.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48 (4), p. 817-838.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76 (3), 357-373.
- Xu, Z. (2008). *Three Essays on Real Earnings Management*. Dissertation - Department of Accounting, The University of Alabama, Alabama.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87 (2), 675–703.