

EMISSÃO DE DEBÊNTURES E *EARNINGS MANAGEMENT* NO BRASIL

*Antonio Lopo Martinez*¹

*Mariana de Paula Faria*²

Resumo: O presente trabalho investiga se as empresas que emitem debêntures no Brasil promovem o gerenciamento dos resultados contábeis (*earnings management*) com o intuito de alterar a percepção de risco dos investidores. Apresenta-se o tema *earnings management* da seguinte forma: quais as motivações, as técnicas e as conseqüências desse procedimento. O período de estudo compreende os anos entre 2000 e 2003, tendo como base principal de dados o Sistema Nacional de Debêntures (SND) e as informações coletadas no infoinvest.com.br. Para estimar os *accruals* discricionários (*discretionary accruals*) que são a proxy do valor discricionariamente alterado dos resultados contábeis, utilizaram-se modelos de regressão múltipla de JONES e de Kang e Sivaramakrishnan [KS], ambos adaptados as peculiaridades da realidade contábil brasileira. Os resultados da pesquisa indicam que há indícios de gerenciamento de resultados nas empresas constantes da amostra, no entanto, os resultados obtidos, por meio dos modelos, têm caráter informativo e não podem ser interpretados como verdade absoluta.

Palavras-chave: *Earnings Management*; Debêntures; *Accruals* discricionários.

Abstract: This paper investigates whether firms that issue bonds in Brazil promote earnings management with the purpose to manipulate risk perceptions. It develops the topic in the following ways: (i) which are the motivations to earnings management? (ii) The procedures to identify and (iii) Consequences of earnings management. The study period is from 2000 to 2003, using as main database SND and additional information obtained form infoinvest.com.br. To estimate the discretionary accruals which are proxies of earnings management, it was used the Jones and Kang & Sivamakrishnam [KS] models, both adjusted for Brazilian context. The results show that are some evidence of earnings management in the sample, although, the findings can not be interpreted as absolute true.

Key-words: Earnings Management; Debentures; Accruals discretionary.

¹ Doutor em Administração, pela FGV, antoniolopo@terra.com.br

² Mestre em C. Contábeis, pela Fundação Visconde de Cairu, marianadepaulafaria@yahoo.com.br

1. INTRODUÇÃO

Os relatórios contábeis das empresas podem conter informações de natureza econômica e financeira baseadas em ajustes contábeis praticados pelos gestores. O presente trabalho denomina esses ajustes de gerenciamento dos resultados contábeisⁱ que tem como fundamento a alteração dos resultados contábeis de forma intencional, com o objetivo de atender uma motivação particular. Essa alteração mencionada ocorre no que as normas e princípios contábeis permitem flexibilidade quanto à escolha de certos procedimentos contábeis.

Dentre as definições constantes na literatura acadêmica sobre o gerenciamento de resultados, destaca-se:

Healy & Wahlen (1999, p.6) *apud* Dechow (2000):

earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.

Devido à importância da informação contábil para o mercado, um dos pontos relevantes do presente estudo é verificar até que ponto os resultados contábeis divulgados pelas empresas brasileiras refletem a realidade econômica e financeira delas. Como o “gerenciamento” ajusta os resultados contábeis traz conseqüências para a qualidade da informação, prejudicando a percepção de risco dos usuários. Nesse sentido, a questão a ser respondida pela pesquisa é: as empresas que emitem debêntures “gerenciam” seus resultados contábeis de modo a apresentá-los mais atrativos para os investidores? **O objetivo, então, é investigar, empiricamente, se as empresas que emitem debêntures estão “gerenciando” os seus resultados contábeis.**

Outra característica do estudo refere-se à pesquisa do tipo documental, pois os dados contábeis das empresas estudadas correspondem aos registros contábeis sob forma de demonstrações como: balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício e demonstração das origens e aplicações de recursos. Esses registros constituem documentos eletrônicos. Em síntese, o presente estudo sobre o “gerenciamento” para a realidade brasileira é importante, pois questiona a qualidade da informação contábil e apresenta resultados empíricos sobre as empresas nacionais que lançam debêntures, independente se estas são abertas ou fechadas.

2. MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DOS RESULTADOS CONTÁBEIS

A apresentação das motivações sobre o gerenciamento dos resultados contábeis segue da seguinte forma: o porquê, quais são as técnicas, as recompensas e finaliza com uma análise sobre esse procedimento. Tais itens abordados terão como contexto as empresas que emitem debêntures. Parte-se, então, do seguinte questionamento: quais são as motivações das empresas que emitem tais títulos de estarem “gerenciando” os seus resultados?

O questionamento do primeiro parágrafo não parte do pressuposto de que todas as empresas que emitem debêntures estariam “gerenciando” os seus resultados ou que

nenhuma empresa que emite debênture “gerencie” o seu resultado. Nota-se que “gerenciar” tem sentido de ajustar os resultados, conforme as conveniências dos administradores da empresa, contudo não se pode generalizar que todo ajuste contábil dentro dos limites legais tenha a conotação do termo *earnings management*.

As motivações para a prática do gerenciamento de resultado têm como pré-requisito à minimização ou eliminação de circunstâncias adversas. As empresas tendem a ajustar os resultados contábeis por intermédio das técnicas de gerenciamento. Tais circunstâncias estão elencadas abaixo, o, que, de alguma forma, refletirá na percepção da debênture pelos investidores. Adaptado de Amat, Blake e Oliveras (2000):

- companhias tendem a evitar resultados inconsistentes de lucros (alternância de altos e baixos), a imagem institucional da companhia no mercado de capitais é abalada por falta de parâmetros e de consistência de projeção futura de lucros crescentes;
- companhia tendem a minimizar fatos negativos como: a desvalorização da debênture emitida, com mudanças de práticas contábeis para melhorar suas demonstrações contábeis. A empresa poderia estar avaliando os seus estoques pelo PEPS para valorizá-los;
- companhia tende a diminuir o seu nível de endividamento, pois se apresentaria ao mercado como uma empresa menos sujeita a riscos de inadimplência em relação ao cumprimento de suas obrigações com os debenturistas;
- companhia tende a implementar ajustes contábeis para diminuir o pagamento de impostos, e com isso aumentar o seu capital de giro;
- companhia tende a justificar resultados negativos da administração atual, promovendo provisões inadequadas para serem consideradas como resultados da administração anterior.

Percebe-se que as companhias que emitem títulos procuram estabelecer parâmetros na divulgação dos seus resultados contábeis em que julgam ser satisfatórios para a absorção dos seus títulos pelos investidores. Para o estabelecimento desses parâmetros, um dos fatores de influência é o ambiente institucional, onde essas empresas estão inseridas.

A mudança no critério de avaliação no estoque pode ter como intenção a melhora dos resultados contábeis, o que não quer dizer que toda mudança nesse sentido tenha a conotação do “gerenciamento” dos resultados contábeis empregado no presente trabalho. Resultados mais robustos oriundos do “gerenciamento” podem significar um número maior de investidores.

As empresas, então, gerenciam com o intuito o de aumentar, diminuir ou manter os seus resultados conforme as suas conveniências. Algumas técnicas mencionadas por Mulford e Comiskey (2002, p. 65), poderiam estar sendo aplicadas para ajustar os resultados dentre elas:

- alterar o método de depreciação, como por exemplo, a troca do método acelerado para o linear;
- modificar as vidas úteis usadas para fins de depreciação;
- modificar estimativas de valor residual usadas para fins de depreciação;

- determinar a provisão de contas que já deveriam ser classificadas como perdas;
- estimar muito acima ou abaixo perdas provenientes de quebra de contratos;
- reclassificar dívidas de curto prazo como sendo dívidas de longo prazo com o objetivo de reestruturar o passivo;
- estimar o valor de uma provisão para gastos de reestruturação;
- estimar o valor para a reserva de contingências, quando deveria ter sido constituída uma provisão para contingências;
- subestimar ou não orçar gastos para as questões ambientais;
- determinar ou mudar os períodos de amortização para intangíveis;
- avaliar a queda do valor dos títulos no mercado de capitais como sendo temporário, sem haver uma avaliação minuciosa.

Utiliza-se das flexibilidades das normas e princípios contábeis que permitem o julgamento de escolhas de cunho contábil para se obter vantagens em detrimento da preocupação de se divulgar informações fidedignas no mercado de capitais. Algumas técnicas têm embasamento legal, mas não são utilizadas de forma ética pelos gestores.

Ações como alterar o método de depreciação é um exemplo que se encaixa com o uso da flexibilidade da norma e que pode ter como fundamento ganhos, não em termos de apresentar uma informação contábil adequada e sim almejando a redução no pagamento de impostos, por exemplo. Esse tipo de julgamento embasa o processo do “gerenciamento” dos resultados contábeis.

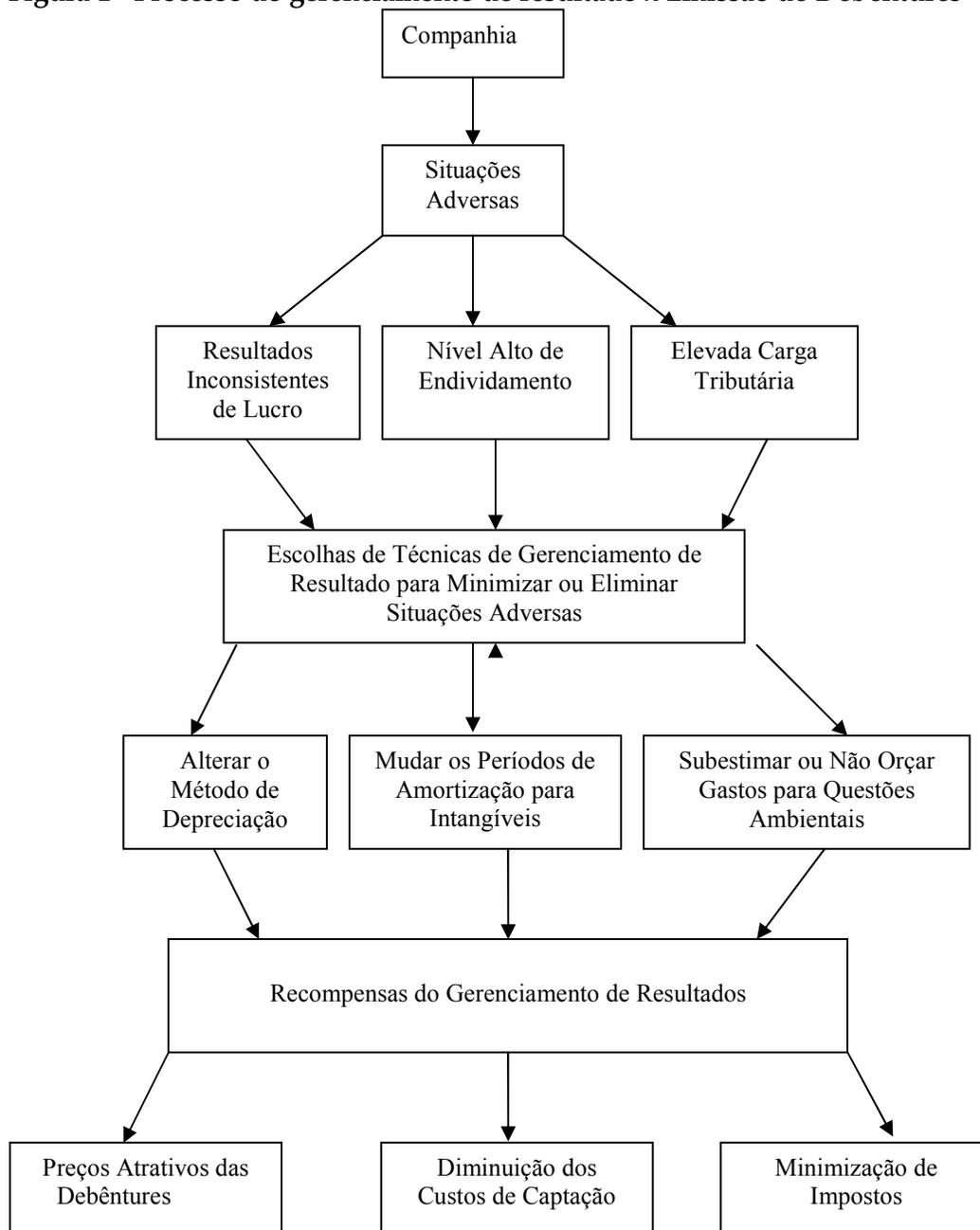
As recompensas do “gerenciamento” podem estar em três categorias: no preço, na redução dos custos de emissão e na minimização dos custos políticos. As mudanças citadas foram adaptadas de Mulford & Comiskey (2002, p.4) e são elas:

- preços mais atrativos das debêntures;
- redução de variação brusca do preço das debêntures;
- valorização da companhia como todo;
- melhora na qualidade do crédito;
- diminuição da classificação de risco;
- diminuição do custo de captação;
- minimização de custos dos órgãos reguladores;
- minimização de impostos.

As recompensas mencionadas acima são os resultados desejados pelos gestores para minimizar ou eliminar situações adversas como: a apresentação de resultados pouco consistentes de lucro, nível alto de endividamento, entre outros exemplos.

A percepção do “gerenciamento” de resultados não é simples, visto que as empresas constituem um universo muito amplo e o processo de cada uma dependerá, basicamente, dos incentivos e oportunidades percebidas por seus gestores. As técnicas de gerenciamento serão empregadas conforme as metas a serem atingidas.

A valorização da emissora como o todo por meio da divulgação dos resultados contábeis pode ser entendido pelos investidores como um indício de estabilidade e segurança. Como conseqüência há a valorização das debêntures emitidas sendo que uma das expectativas dos investidores é a manutenção de resultados “lucrativos” das empresas a médio e longo prazo, por causa das características desses títulos.

Figura 1 - Processo do gerenciamento de resultado x Emissão de Debêntures

*

Fonte: Autor

Outro aspecto que influencia na valorização do título é quando ocorre uma classificação favorável em relação ao seu risco. Essa classificação é realizada pelas agências de *rating* que são contratadas pelas emissoras, mas esse tipo de serviço não é obrigatório. O Guia de Debêntures (2003, p.15) sinaliza que:

...na prática, tal classificação tem se tornado cada vez mais comum, seguindo tendência internacional e atendendo às demandas dos investidores institucionais domésticos. Para atribuir sua classificação, a agência desenvolve análises, tanto da capacidade de

pagamentos das obrigações financeiras como das eventuais garantias oferecidas pelo emissor.

A figura 1 aborda sobre o processo do “gerenciamento” de resultado e destaca os seguintes aspectos:

- a) A empresa identifica as situações adversas;
- b) A empresa tende a minimizar ou eliminar essas situações por meio de ajustes contábeis recorrendo no que as normas e princípios contábeis permitem certa flexibilidade;
- c) As recompensas são os resultados esperados pelo “gerenciamento” dos resultados contábeis.

É importante frisar que por mais que a empresa possa “ajustar” o seu resultado contábil a fim de atingir um patamar desejado, haverá restrições nas próprias normas e princípios contábeis. Por exemplo, não se poderá provisionar uma depreciação em valor que supere o próprio valor dos ativos.

A contribuição teórica sobre as vantagens do gerenciamento auxilia na interpretação dos resultados empíricos do presente trabalho e fundamenta as conclusões oriundas dos mesmos.

No Brasil as primeiras pesquisas acadêmicas sobre o tema surgiram apenas a partir de 2001, embora ainda embrionária e replicando modelos consolidados na literatura internacional, os trabalhos já trazem evidências da prática de gerenciamento de resultados (MARTINEZ, 2001; TUKAMOTO, 2004; FUJI, 2004; ZENDERSKY 2005; CARDOSO 2006; ALMEIDA, 2006). Salvo melhor juízo, não há até o momento trabalho que contemple o gerenciamento de resultados tendo como motivação a emissão de debêntures no Brasil.

3. METODOLOGIA

3.1 Bases de Dados

Para responder a pergunta da pesquisa pesquisaram as empresas que emitiram debêntures. A amostra selecionada caracterizou-se por empresas de médio e grande porte que atuam no mercado de capitais nacional. Ao todo são 40 observações sendo que no ano da emissão das debêntures ao todo são 21 observações e 19 no ano anterior da emissão. O período de análise está compreendido entre 2000 a 2003, sendo que para de implementação de um dos modelos foi necessário coletar dados de 1999.

Todas as empresas da amostra emitiram debêntures subordinadas. Nesse tipo de debênture, os debenturistas têm preferência apenas aos acionistas da empresa emissora, em caso de liquidação da empresa. A coleta de dados não realizou qualquer restrição quanto ao setor econômico da empresa, portanto entre as firmas coletadas encontram-se empresas comerciais e financeiras, tais como companhias de arrendamento mercantil.

A decisão de estudar esse período teve como uma das razões: a disponibilidade de dados a partir de 1999, pois surgiu o Sistema Nacional de Debêntures - SND e a maioria das emissões públicas são registradas nesse sistema, além de representar uma das principais fontes de pesquisa. Os dados constantes na presente pesquisa estão disponíveis

no SND por intermédio do site: www.debentures.com.br. As informações selecionadas para o banco de dados foram :

- i) nome da empresa;
- ii) data do registro na CVM;
- iii) data de emissão;
- iv) forma (escritural ou nominal);
- v) garantia/espécie;
- vi) classe;
- vii) quantidade emitida;
- viii) valor nominal na emissão;
- ix) índice (utilizado para a remuneração no pagamento aos debenturistas) e
- x) nome do banco mandatário.

A complementação das informações do banco de dados tem como origem o site: www.infoinvest.com.br. Todas as empresas apresentam em comum às características mencionadas abaixo.

As características comuns observadas das debêntures são:

- Garantia/Espécie: subordinada
- Classe: não conversível
- Índice de remuneração: DI e CDI

3.2 Modelos de *Accruals* Discricionários

Para verificar a existência de gerenciamento de resultados, foram estimadas proxies empíricas utilizando dois modelos de *accruals* discricionários – os modelos de JONES (1991) e de KANG-SIVARAMAKRISHNAN (1995).

Para o modelo de JONES utiliza-se a variação das receitas líquidas e dos valores dos ativos permanentes, pois supõem que os *accruals* não discricionários dependem destas variáveis que são medidas em termos dos ativos totais. Os *accruals* discricionários são oriundos do gerenciamento de resultados, o que depende dos ajustes contábeis dos gestores e os *accruals* não discricionários são decorrentes da natureza do negócio.

Importante esclarecer que as acumulações ou *accruals*, de acordo com a literatura internacional, representam a diferença entre o lucro líquido – oriundo da aplicação do Regime de Competência - e o fluxo de caixa líquido. Então, tem-se a seguinte equação: $Accruals\ totais = Lucro\ Líquido - Fluxo\ de\ caixa\ Operacional\ líquido$.

Os *accruals* correntes dependem da receita e os *accruals* não correntes (depreciação e Amortização) dependem do montante do ativo imobilizado e ativo diferido. O pesquisador ao optar por este modelo irá efetuar uma regressão múltipla, estimando os coeficientes para calcular as acumulações não discricionárias. Os *accruals* discricionários, por sua vez, representam a diferença dos *accruals* totais menos os *accruals* não discricionários.

Fuji (2004, p.91) destaca que:

Para a hipótese de *Earnings Management*, considera-se a diferença entre os *accruals* (período corrente e período anterior) ocorre somente devido às mudanças nas

acumulações discricionárias, sendo que as acumulações não discricionárias são assumidas como constantes.

Apresenta-se o modelo de JONES a seguir:

$$AT_{it} = \alpha_0(1/A_{t-1}) + \alpha_1(\Delta Rec_{it}) + \alpha_2(APerm_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Ab_Acc_{it} = AT_{it} - \{ \alpha_0(1/A_{t-1}) + \alpha_1(\Delta Rec_{it}) + \alpha_2(APerm_{it}) \} \quad (2)$$

AT_{it} : *Accruals* Totais (*Total Accruals*) = (ΔCGL – Depreciação & Amortização);

Ab_Acc_{it} : *Accruals* discricionários;

CGL = Capital de giro líquido, excluindo disponibilidade e financiamento de curto prazo;

ΔRec_{it} = receitas operacionais líquidas no ano t menos receitas nos anos $t-1$ escalado pelos Ativos de $t-1$;

$APerm_{it}$: Ativo Pemanente no t ;

A_{t-1} : Ativos totais em t a $t-1$;

$\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ = coeficientes estimados por regressão.

Algumas vantagens podem ser atribuídas ao modelo em questão como: é largamente utilizado pela literatura, o que pressupõe o seu reconhecimento, é relativamente simples utiliza poucas variáveis, o que facilita ao pesquisador encontrar com maior eficácia os dados necessários para rodar a regressão e é válido para a verificação de “gerenciamento” de resultados. Diante das vantagens mencionadas cabe, também, destacar alguns limites relacionados ao modelo, conforme Martinez (2001, p.47):

- a) **Erros nas Variáveis:** alguns itens que podem ser manipulados não são considerados no modelo de JONES. Por exemplo, o controle efetuado para com a variável receita ignora que as próprias receitas podem estar sendo manipuladas;
- b) **Variáveis Omitidas:** o modelo de JONES não controla variações nas despesas;
- c) **Simultaneidade:** uma vez que, no processo de estimativa, tanto as variáveis explicativas como as variáveis explicadas são conjuntamente determinada, isso provoca problemas de autocorrelação dos resultados da regressão.

Os limites mencionados sobre Modelo de JONES não o invalida para as pesquisas voltadas nesta área e como qualquer outro modelo empregado para estimar as acumulações discricionárias, há o risco de erro de classificação entre as acumulações discricionárias e as não discricionárias.

Uma das razões para a escolha do modelo mencionado foi à dificuldade em determinar o valor das contas a receber das empresas de arrendamento mercantil, devido às características desse ramo. Portanto, a simplicidade do modelo em questão tornou-o mais viável para a pesquisa, no que tange ao número reduzido de variáveis necessárias para estimar as acumulações.

Para proporcionar maior robustez as estatísticas foi apurado novamente os *Accruals* discricionários nesta oportunidade mediante a utilização do modelo KS, elaborado por Kang e Sivaramakrishnan (1995) – equação (3).

$$(3) \quad AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 \times [\delta_1 \times Rec_{it}] + \phi_2 \times [\delta_2 \times Desp_{it}] + \phi_3 \times [\delta_3 \times APerm_{it}] + \varepsilon_{it}$$

em que:

AT_{it} = *Accruals* Totais (*Total Accruals*) = (ΔCGL – Depreciação & Amortização);

Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação sobre o faturamento);

$Desp_{it}$ = Custos e despesas operacionais antes da depreciação e amortização;

CGL = Capital de giro líquido, excluindo disponibilidade e financiamento de curto prazo;

$APerm_{it}$ = Ativo Permanente (excluindo os Investimentos);

$\delta_1 = CR_{i,t-1}/Rec_{it}$

$\delta_2 = (CGL - CR_{i,t-1})/Desp_{i,t-1}$

$\delta_3 = Depr_{i,t-1}/APerm_{i,t-1}$;

$CR_{i,t-1}$ = Contas a receber no período $t-1$;

$Depr_{it}$ = Despesas de Depreciação e Amortização no período t ;

AT_{it} , Rec_{it} , $Desp_{it}$ e $APerm_{it}$ foram computadas em termos de Ativos Totais de $t-1$.

As acumulações discricionárias (Ab_Acc) são computadas como o resíduo da equação 4, nos seguintes termos – equação (4):

$$Ab_Acc_{it} = AT_{it} - \{ \phi_0 + \phi_1 \times [\delta_1 \times Rec_{it}] + \phi_2 \times [\delta_2 \times Desp_{it}] + \phi_3 \times [\delta_3 \times APerm_{it}] \} \quad (4)$$

O modelo KS opera diretamente com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil, evitando-se, desse modo, o indesejável problema de comparar valores em moeda de diferentes períodos (o que não é o caso do modelo de JONES, pois esse utiliza a variação das contas de resultados). Esse detalhe metodológico é relevante no Brasil, quando se considera o aspecto inflacionário, que comprometeria a comparabilidade entre dois exercícios. À medida que o modelo KS contempla, simultaneamente, aspectos da teoria contábil e técnica econométrica, espera-se que os resultados sejam mais robustos.

Conceitualmente, um Ab_Acc positivo significa que a entidade está gerenciando seus resultados para aumentá-los. Por outro lado, um Ab_Acc negativo implica em que a empresa estaria tomando decisões no sentido de reduzir o resultado.

Cabe advertir que se reconhece que os modelos de *accruals* são parciais e não conseguem captar todos os possíveis *accruals*. Buscando adaptar os modelos a realidade brasileira como ativos fixos, foram utilizados os ativos imobilizados e ativos diferidos. Ficam excluídos, portanto os investimentos, o que naturalmente faz com que não tenhamos a consideração dos efeitos de eventuais gerenciamentos nos resultados de equivalência patrimonial, que não poderiam ser estimados pelos modelos utilizados.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela abaixo expõe os resultados obtidos na investigação com o propósito de capturar indícios de atividades de “gerenciamento” de resultados nas empresas que emitem debêntures por meio da mensuração dos *accruals* discricionários totais e correntes.

A Tabela 1 representa o resultado das regressões oriundas do modelo de JONES e do KS. Os *accruals* discricionários são os resíduos e que representam a diferença entre o valor observado e o valor previsto pelas regressões. Nota-se que quando o valor da acumulação é positivo o “gerenciamento” tem o intuito de aumentar o resultado contábil e quando esse valor é negativo, o ajuste é feito como o propósito de reduzi-lo.

As estatísticas evidenciaram que 10 empresas gerenciam os seus resultados para menos em relação aos *accruals* discricionários pelo modelo de JONES e que 15 empresas fazem o mesmo em relação aos *accruals* discricionários computados pelo modelo KS. Em linhas gerais, observa-se que a maioria das empresas “gerencia” seus resultados para mais, tanto no ano anterior como no ano da emissão. Esse fato não permite generalizações, devido ao tamanho da amostra, mas responde positivamente a questão que envolve o problema da pesquisa.

Depois de apresentar o valor dos resíduos que são os indicadores do gerenciamento, são interpretados outros elementos das regressões que complementam as informações sobre os modelos de JONES e KS.

Na Tabela 2 a seguir apresentam-se as principais estatísticas dos modelos empregados. No que toca ao modelo de JONES evidencia-se alta correlação positiva (R-múltiplo de 0,96) e coeficiente de determinação ajustado de (R-quadrado ajustado) de 0,89, indicando que 89% da variação dos *accruals* totais podem ser explicadas pelas variáveis independentes, ou seja, receitas líquidas e ativo imobilizado.

A regressão é válida para o nível de significância de 5%, de acordo com o teste F, indicando que pelo menos uma das variáveis explicativas exerce influência significativa sobre a variável dependente. A seguir, apresenta-se a tabela ANOVA com os respectivos resultados.

A análise dos coeficientes por meio do Sig e t Student evidencia que os coeficientes referentes das variáveis são válidos. O sinal esperado para a variação das receitas é imprevisível, pois está relacionado tanto com o aumento dos *accruals* para o acréscimo do lucro quanto para a sua redução. O resultado encontrado foi negativo na ordem de -0,71068.

Para a variação de Ativo Permanente que direciona as despesas de depreciação e amortização, espera-se que o sinal do coeficiente seja negativo em todas as regressões. As despesas de depreciação e amortização representam uma parte dos *accruals* que diminuem o lucro. Conforme o esperado, o resultado encontrado foi negativo na ordem de -0,32539.

Tabela 1 – Resultados dos *accruals* discricionários p/ Modelo Jones e p/ Modelo KS

Nº de observações	Accruals Discricionários			
	Modelo Jones		Modelo KS	
	Valores originais	Valores absolutos	Valores originais	Valores absolutos
1*	-0,13207	0,13207	-0,12610	0,12610
2*	0,59471	0,59471	0,87167	0,87167
3*	0,21404	0,21404	0,54346	0,54346
4*	-0,02397	0,02397	-0,03038	0,03038
5*	0,16871	0,16871	-0,10212	0,10212
6*	0,18633	0,18633	-0,01048	0,01048
7*	0,22042	0,22042	0,02952	0,02952
8*	0,10157	0,10157	-0,00193	0,00193
9*	-0,03331	0,03331	-0,09714	0,09714
10*	0,36110	0,36110	0,36472	0,36472
11*	-0,16271	0,16271	0,09303	0,09303
12*	0,11416	0,11416	0,02750	0,02750
13*	0,23998	0,23998	0,14852	0,14852
14*	0,16885	0,16885	-0,20460	0,20460
15*	0,07875	0,07875	0,07210	0,07210
16*	-0,35487	0,35487	-0,04703	0,04703
17*	0,25738	0,25738	0,16278	0,16278
18*	-0,06582	0,06582	-0,29605	0,29605
19*	0,29341	0,29341	0,12166	0,12166
20	0,24308	0,24308	0,26748	0,26748
21	0,18012	0,18012	0,12953	0,12953
22	0,10524	0,10524	0,71591	0,71591
23	0,04039	0,04039	0,07581	0,07581
24	0,16885	0,16885	-0,30460	0,30460
25	0,10923	0,10923	-0,09383	0,09383
26	0,32335	0,32335	0,05344	0,05344
27	-0,01414	0,01414	-0,12783	0,12783
28	-0,05834	0,05834	-0,39090	0,39090
29	0,21559	0,21559	0,00465	0,00465
30	0,26160	0,26160	0,05857	0,05857
31	0,35475	0,35475	0,58565	0,58565
32	0,25993	0,25993	0,16537	0,16537
33	0,39207	0,39207	0,29963	0,29963
34	-0,37419	0,37418	-0,86412	0,86412
35	-0,58408	0,58408	-0,76302	0,76302
36	0,00914	0,00914	0,02981	0,02981
37	0,04899	0,04899	0,11008	0,11008
38	0,17175	0,17175	0,11099	0,11099
39	0,50183	0,50183	0,32884	0,32884
40	0,29693	0,29693	0,11451	0,11451

OBS: *Ano anterior da emissão. Demais: Ano da emissão

Tabela 2 - Estatísticas dos Modelos de *Accruals* Discricionários

Modelo Jones	AT_{it}	Modelo KS	AT_{it}
$1/A_{t-1}$	0,019 (1,385)	Intercepto	0,011 (0,337)
ΔRec_{it}	-0,7103 ** (-3,267)	$\delta_1 \times Rec_{it}$	0,093 ** (2,144)
APerm	-0,3253 ** (-4.810)	$\delta_2 \times Desp_{it}$	0,148 ** 8,475
		$\delta_3 \times APerm_{it}$	-1,206 * (-1,923)
R^2 Ajustado	89,99%		12,84%
N. Observ.	40 emp./ano		40 emp./ano
F Teste	165,77**		35,51**
Proc. Econom.:	Cross-Section		Var. Instrumentais

** Sig 1% * Sig 5% N.A. - não se aplica

No que se refere ao modelo KS o uso das variáveis instrumentais o torna superior pelo fato de analisar as características dos erros de modo mais preciso. Sabe-se que deve existir correlação entre os erros e as variáveis independentes. Com as variáveis instrumentais realiza-se a regressão em dois estágios, em que se procura neutralizar o viés que seria provocado por se executar a regressão sem os devidos cuidados. Para a operacionalização das variáveis instrumentais é crucial a identificação dos instrumentos, que seriam variáveis que se correlacionam com as variáveis independentes, mas que não devem correlacionar-se com os erros. Neste trabalho, como instrumentos foram escolhidos os indicadores de rotatividade ($\delta_1, \delta_2, \delta_3$) defasados de um período.

O modelo KS, tecnicamente o mais completo, evidenciou resultados satisfatórios, com significante estatística F. O ponto crítico da análise foi o resultado da variável ligada aos Ativos Permanentes. Para essa variável, a estatística t demonstrou ser significativamente diferente de zero, entretanto oferecendo um grau de confiança mais restrito quando em comparação com as outras variáveis.

Embora não documentados nas tabelas, para assegurar a robustez das estatísticas, foram realizados testes adicionais, dentre os quais cabe destacar: (i) teste de normalidade de Jarque-Bera (JB), indicando que os resíduos têm distribuição normal; (ii) teste de Fator Inflação da Variância (FIV) que apresentou valores elevados próximos a 4,000, entretanto inferiores aos limites que levariam a caracterizar um grave problema de multicolinearidade e (iii) teste de Breusch-Godfrey (BG), apurando não existir autocorrelação entre os resíduos.

5. CONCLUSÕES

O gerenciamento dos resultados contábeis ou *Earnings Management* pode ser compreendido como uma ação proposital para alterar os resultados contábeis, de acordo com as conveniências dos gestores. Tal ação opera dentro dos limites legais, por meio da flexibilidade permitida pelas normas e práticas contábeis, por essa razão, faz-se uma distinção entre fraude e gerenciamento.

Uma das conseqüências negativas do gerenciamento é o aumento da assimetria informacional, por mascarar a real situação financeira da empresa. Os usuários da informação contábil (investidores, órgãos reguladores, acionistas e analistas) podem tomar decisões tendo como um dos suportes as demonstrações contábeis, que não estariam retratando a realidade do negócio.

O problema do “gerenciamento” é a modificação da percepção de riscos dos investidores. Se uma empresa “gerencia” o seu resultado para mais, evidencia uma situação que permite inferências que não correspondem com a situação financeira e econômica da empresa, assim como, quando os resultados são “gerenciados” para menos.

O objetivo principal do trabalho foi verificar, estatisticamente, se as empresas que emitem debêntures gerenciam os seus resultados contábeis. A amostra do estudo limitou-se às companhias que emitiram entre 2000 a 2003. Todas as empresas estudadas emitiram debêntures subordinadas e simples, ou seja, títulos que não poderão ser convertidos em ações.

Para estimar os *accruals* discricionários, adotaram-se os modelos de JONES e KS. Como qualquer outro modelo com essa finalidade, há o risco da possibilidade de erros estatísticos.

Os resultados obtidos, por meio dos modelos, têm caráter informativo e não podem ser interpretados como verdade absoluta. A análise de caso a caso torna-se fundamental para concluir de forma mais contundente se determinada empresa gerenciou seu resultado contábil.

A pesquisa indicou que as empresas que emitem debêntures gerenciam seus resultados contábeis. Para verificar a hipótese de “gerenciamento” considera-se a diferença entre os *accruals* (período corrente e período anterior) que acontece apenas devido às mudanças nos *accruals* discricionários, sendo que os *accruals* não discricionários são assumidas como constantes.

Uma das dificuldades da pesquisa é a indisponibilidade de dados, pois para estimar os *accruals* discricionários foi necessário pesquisar as demonstrações contábeis equivalente ao período de quatro anos, assim como, para analisar o comportamento dos indicadores financeiros, o que fez com que a amostra analisada fosse reduzida expressivamente.

Outro fator crítico que influencia a análise dos resultados e o estabelecimento das conclusões é a heterogeneidade da amostra; composta por empresas comerciais e por empresas financeiras. O reduzido número de observações, também, teve como razão à escolha de se estudar apenas as empresas que emitiram debêntures subordinadas e simples. As limitações citadas podem enviesar os resultados encontrados, por isso a

análise tem caráter informativo e, portanto os resultados podem ser contestados. Além das dificuldades citadas acima, existe a inevitável limitação do procedimento metodológico adotado para a detecção do gerenciamento – modelos de *accruals* discricionários.

O tema gerenciamento de resultados (*earnings management*) é relativamente recente na literatura contábil brasileira, constituindo, assim, um campo fértil e promissor para futuras pesquisas nesta área. No que toca ao estudo do gerenciamento de resultados associado à emissão de debêntures acredita-se que este seja o estudo pioneiro, possibilitando futuras pesquisas no sentido de aprofundar esse tópico.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, José Elias Feres de, *Earnings Management no Brasil: estudo empírico em indústrias e grupos estratégicos*, Dissertação (Mestrado), Vitória: Fucape, 2006
- AMAT, Oriol *et al.* **The ethics of creative accounting: some Spanish evidence**. Abril 2000. Universidade Pompeu Fabra, Economics and Business Working Paper No. 455. April, 2000. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=230872>>. Acesso em: 20/10/2005.
- ANDIMA. **SND – sistema nacional de debêntures 10 anos andima**. Disponível em:<www.debentures.com.br/Trabalhos-tecnicos/Documentos/SND_10ANOS.pdf>_Acesso em 10 agosto 2003.
- CARDOSO, Ricardo Lopes, *Regulação econômica e escolha de práticas contábeis: evidencia no mercado de saúde complementar*. Tese (Doutorado), Sao Paulo: FEA-USP 2005.
- CARDOSO, Ricardo Lopes. Governança corporativa ou gerenciamento de resultados. IN: **XVII Congresso Brasileiro de Contabilidade**, Outubro, Santos – SP, 2004.
- CARVALHO, F. L. de. A contabilidade criativa e o "one-seven-one". **Revista Acadêmica da FACECA – RAF**, v. 1, n. 3, Jan/jul. 2003. Disponível em: <<http://www.faceca.br/raf/raf3.html>>. Acesso em: 15 maio 2005.
- COLAUTO, Romualdo Douglas *et al.* **Um estudo sobre a influência de accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido das empresas**. ENANPAD, XVII, 2003. São Paulo: ANPAD, 2003. CD ROM
- COMISKEY e MULFORD. **The financial numbers game: detecting creative accounting practices**. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- COSENZA, José Paulo; GRATERON, Ivan R. Guevara. A responsabilidade do auditor frente às práticas de contabilidade criativa. São Paulo: **Revista Paulista de Contabilidade**, 487, set/2003, p.5-21.
- DECHOW, Patricia M. *et al.* Detecting earnings management. **The Accounting Review**. Sarasota, vol. 70, p. 193 – 225,1995.
- DECHOW. Patrícia M., SKINNER. Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. **Accounting Horizons** Sarasota, 14 (2), p. 235-250, 2000.

FUJI, Alessandra Hirano, **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FUNDAP – Fundação do Desenvolvimento Administrativo. **Indicadores diesp: política econômica e conjuntura**. São Paulo, v.11, n.90, p.7-9, maio/junho 2002. Disponível em: <<http://publicacoes.fundap.sp.gov.br/IndicadoresDiesp/download/ind90.pdf>> Acesso em: 15 junho 2005.

GIROUX, Gary. **Detecting earnings management**. Ed. Wiley, 2004.

GUIA DE DEBÊNTURES. **Bovespa FIX – mercado de títulos de dívida corporativa**. Disponível em: <www.debentures.com.br>. Acesso em: 29 maio 2003.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**. Chicago, Vol. 29, Nº. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

KANG, S.H., SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Rochester, 33 (2) p. 353-367, 1995.

LOPES, Alexandre. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira, 2002.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

TUKAMOTO, Yhurika Sandra. **Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados – uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não emissoras de ADRs** – Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2004.

ZENDERSKY, Humberto Carlos, *Gerenciamento de resultados em Instituições Financeiras no Brasil: 2000 a 2004*, Dissertação (Mestrado), Brasília: UNB 2005.

Antonio Lopo Martinez é Professor da Universidade Federal da Bahia (UFBA).
antoniolopo@terra.com.br ou lopo@ufba.br
Endereço:
Avenida Princesa Isabel, 542, Apt. 1201 – Barra,
CEP 40130 030 – Salvador – Bahia – Brasil.

Mariana de Paula Faria é Professora da Faculdade Delta.
marianadepaulafaria@yahoo.com.br
Endereço:
Endereço: Avenida Santa Luzia, 445 – Apt. 202 – Horto Florestal,
CEP 40295-050 – Salvador – Bahia – Brasil.
Tel: 55-(71) 3276-0462.