



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 13, n. 1, p. 06-26, jan./mar., 2017

doi:10.4270/ruc.2017101  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## **PREVISÃO DE LUCRO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO<sup>1</sup>**

### **EARNINGS FORECAST AND EARNINGS MANAGEMENT: EMPIRICAL EVIDENCE ON THE BRAZILIAN STOCK MARKET**

### **PREVISIONES DE BENEFICIOS Y CONTABILIDAD CREATIVA: UN ESTUDIO EMPÍRICO EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS BRASILEÑAS**

#### **Renato Henrique Gurgel Mota**

Mestre em Ciências Contábeis (UNB/UFPB/UFRN)  
Professor da Universidade Federal Rural do Semi-Árido - UFRSA  
Endereço: Rua Francisco Mota, 572, Campus Leste, Bairro Costa e Silva  
CEP: 59.600-971 – Mossoró – RN – Brasil  
E-mail: [renatohenriq@gmail.com](mailto:renatohenriq@gmail.com)  
Telefone: (84) 3317-8556

#### **Augusto Cezar da Cunha e Silva Filho**

Mestre em Ciências Contábeis (UNB/UFPB/UFRN)  
Professor da Universidade Federal Rural do Semi-Árido - UFRSA  
Endereço: Rua Francisco Mota, 572, Campus Leste, Bairro Costa e Silva  
CEP: 59.600-971 – Mossoró – RN – Brasil  
E-mail: [renatohenriq@gmail.com](mailto:renatohenriq@gmail.com)  
Telefone: (84) 3317-8556

#### **Atelmo Ferreira de Oliveira**

Mestre em Ciências Contábeis (UNB/UFPB/UFRN)  
Professor da Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN  
Endereço: Caixa Postal 1524 - Campus Universitário Lagoa Nova  
CEP: 59.078-900 – Natal – RN – Brasil  
E-mail: [atelmo@uol.com.br](mailto:atelmo@uol.com.br)  
Telefone: (84) 3215-3486

#### **Edilson Paulo**

Doutor em Controladoria e Contabilidade (FEA/USP)  
Professor da Universidade Federal da Paraíba (UFPB)  
Endereço: UFPB/CCSA, Ambiente 67, Cidade Universitária  
CEP: 58.051-900 – João Pessoa – PB – Brasil  
E-mail: [edilsonpaulo@ccsa.ufpb.br](mailto:edilsonpaulo@ccsa.ufpb.br)  
Telefone: (83) 3216-7258

<sup>1</sup>Artigo recebido em 03.03.2016. Revisado por pares em 05.07.2016. Reformulado em 27.07.2016. Recomendado para publicação em 15.08.2016 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 31.03.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo verificar se gestores se utilizam dos *accruals* discricionários para manipular as informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa a fim de atingir ou superar o lucro previsto por analistas de mercado. Com base nos estudos anteriores, foram elencadas duas hipóteses de pesquisa, a primeira diz que empresas que apresentaram variações positivas do lucro previsto em relação ao lucro divulgado (surpresas positivas do lucro) gerenciam seus resultados por meio de *accruals* discricionários. A segunda afirma que o gerenciamento de resultados contábeis ocorre apenas entre empresas com menores surpresas do lucro, positivas ou negativas. Trata-se de uma pesquisa empírico-analítica e sua amostra é composta por companhias abertas listadas na BM&FBovespa com informações sobre a previsão de lucro dos analistas dispostas no banco de dados da *Thomson Reuters*<sup>®</sup>, com exceção das entidades financeiras e seguradoras. O estudo utiliza os *accruals* discricionários como *proxy* de gerenciamento de resultados, para tanto, utilizou-se o modelo proposto por Paulo (2007). Através de uma regressão do tipo *pooling of independent cross sections*, a hipótese de que as firmas que apresentaram surpresas positivas do lucro (*beat*) gerenciam seus resultados por meio dos *accruals* discricionários foi rejeitada. No entanto, a segunda hipótese de que há gerenciamento de resultados entre empresas com pequenas surpresas do lucro não foi rejeitada. Portanto, a partir dos resultados, conclui-se que somente há evidências de que as empresas brasileiras gerenciam seus resultados para atingir (*meet*) as previsões de lucro realizadas pelos analistas de mercado.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados; *Accruals* discricionários; Previsão de lucros; Surpresas do lucro.

## ABSTRACT

This study aims to determine whether managers use discretionary accruals to manipulate accounting information disclosed by companies listed on the BM&FBovespa to meet or beat the profit expected by analysts. Based on previous studies, two research hypotheses were formulated, the first indicates that companies that presented positive profit variations of expected earnings when compared to the reported by companies (positive earnings surprises) manage their earnings through discretionary accruals. The second states that the earnings management occurs only among companies with small earnings surprises, positive or negative. It is an empirical and analytical research and the sample is composed of companies listed on the BM&FBovespa with information about the earnings forecast by analysts available in the database of Thomson Reuters<sup>®</sup>, except for the financial and insurance companies. The study uses discretionary accruals as a proxy of earnings management, therefore, were used the model proposed by Paulo (2007). Through a regression type pooling of independent cross sections, the hypothesis that firms that had positive earnings surprises (*beat*) manage their earnings through discretionary accruals was rejected. However, the second hypothesis which indicates that there is earnings management between companies with small earnings surprises was not rejected. Therefore, based on the results, it is concluded that there is only evidence that Brazilian companies manage their earnings to meet earnings forecasts by analysts.

**Keywords:** Earnings management; Discretionary accruals; Earnings forecast; Earnings Surprise.

## RESUMEN

El presente estudio pretende examinar si gerentes usan de ajustes de devengo discrecionales para manipular información contable divulgada por empresas que cotizan en la BM&FBovespa para lograr o superar las previsiones de los analistas. En base a los estudios anteriores, se formularon dos hipótesis, la primera dice que empresas que presentaron variaciones positivas de las previsiones de beneficio de los analistas en relación con el beneficio divulgado (beneficio inesperado positivo) manipulan sus resultados por devengos discrecionales. La segunda afirma que la manipulación contable se produce sólo entre empresas con beneficios inesperados más bajos, positivos o negativos. Es una investigación empírico analítica y la muestra se compone de empresas que cotizan en la BM&FBovespa con información sobre las previsiones de beneficio de los analistas en la base de datos de Thomson Reuters®, con la excepción de las instituciones financieras y compañías de seguros. El estudio utiliza el devengo discrecional como *proxy* de la manipulación contable, por tanto, se utilizó el modelo propuesto por Paul (2007). A través de una regresión del tipo *pooling of independent cross sections*, la hipótesis de que las firmas que presentaron beneficios inesperados positivos (*beat*) manipulan los resultados a través de devengo discrecionales fue rechazada. Sin embargo, la segunda hipótesis que hay manipulación contable entre empresas con pequeños beneficios inesperados no ha sido rechazada. Por lo tanto, de los resultados, se concluye que hay sólo evidencia que las empresas brasileñas manipulan sus resultados a lograr (*meet*) las previsiones de beneficio de los analistas.

**Palabras clave:** Manipulación contable; Devengo discrecionales; Previsiones de beneficio; Beneficio inesperado.

## 1 INTRODUÇÃO

As informações contidas nos relatórios contábil-financeiros das entidades são elaboradas e apresentadas com o objetivo de fornecer informações úteis para a tomada de decisões pelos usuários externos em geral. A sua utilidade é representada pela capacidade de fazer a diferença na tomada de decisões, ou seja, quando ela pode ser utilizada como entrada de dados para predizer resultados futuros ou, ainda, confirmar ou não essas avaliações prévias sobre o desempenho da firma.

Entretanto, algumas das normas contábeis permitem certa discricionariedade na escolha dos métodos a serem adotados, sendo que a decisão quanto ao método adotado, algumas vezes, é motivada por fatores exógenos à empresa, tais como, o desejo de preservar o cargo, a pressão dos acionistas por resultados melhores, a ambição por bonificações significativas, dentre outras (MARTINEZ, 2001).

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

A literatura que trata de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis, em sua maioria, verifica se os *accruals* discricionários - ajustes temporários previstos nas Normas de Contabilidade que antecipam ou postergam o reconhecimento do fluxo de caixa - são utilizados por gestores como mecanismo para gerenciar os resultados, por exemplo: McNichols e Wilson (1988); Jones (1991); Dechow, Sloan e Sweeney (1995); Kang e Sivaramakrishnan (1995); Martinez (2001).

Outra linha de pesquisa que analisa os incentivos para a prática oportunística, tem estudado o gerenciamento de resultados cuja a intenção é atingir (*meet*) ou superar (*beat*) o lucro previsto por analistas de mercado, conhecidos na literatura internacional por “*meeting-or-beating earnings expectations* (MBE)”, como visto nos trabalhos de Graham, Harvey e

Rajgopal (2005), Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999), Matsumoto (2002), Ayers, Jiang e Yeung (2006).

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

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) realizaram uma pesquisa com executivos financeiros e quando perguntaram aos mesmos “porque sua empresa tenta atender benchmarks de lucro?”, mais de 80% dos respondentes concordaram ou concordaram fortemente que os incentivos baseados no mercado de capitais e, em menor grau, os incentivos relativos a reputação gerencial (77,4%) foram os que motivaram as escolhas contábeis de sua empresa. Adicionalmente, os autores descrevem que 74% dos executivos financeiros pesquisados concordaram ou concordaram fortemente que “atender benchmarks de lucro nos ajuda a transmitir as nossas perspectivas de crescimento futuro para os investidores”.

Dechow, Ge e Schrand (2010) indicam trabalhos que analisaram práticas oportunistas, tais como, gerenciamento de despesas tributárias, reclassificação de itens na demonstração dos resultados, reconhecimento e reversão de provisões, venda de ativos, entre outros, com objetivos de atingir ou superar previsões dos analistas. Outras pesquisas apontam que as empresas utilizam dos *accruals* discricionários para divulgar um pequeno incremento nos lucros em relação à previsão dos analistas (MATSUMOTO, 2002; CHENG; WARFIELD, 2005).

Em outra vertente, algumas pesquisas analisam as oportunidades para atingir ou superar a meta de lucro, destacando as relações dessas com proxies de qualidade de auditoria, crescimento da firma (FRANKEL; JOHNSON; NELSON, 2002; BYUN; ROLAND-LUTTECKE, 2014); enquanto outros trabalhos tratam das consequências do gerenciamento de resultados para MBE, como prêmio associado ao risco, retornos anormais, entre outros.

Apesar dos diversos trabalhos sobre gerenciamento de resultados nos diversos mercados financeiros, as pesquisas que discutem a prática oportunística associada a MBE em mercados não desenvolvidos são raros. Ebaid (2012) analisou tal fenômeno no mercado de capitais do Egito e apresentou evidências que sugerem que as firmas listadas egípcias gerenciam resultados para atender as expectativas de lucros.

Considerando características de mercados emergentes, como alta concentração de capital, baixo volume de negociação, menor nível de *enforcement*, como ocorre no Brasil, torna-se oportuno analisar relação entre as práticas oportunistas de gerenciamento de resultados e a previsão dos analistas nestes ambientes econômicos. Diante do exposto, tem-se o seguinte problema desta pesquisa: as firmas listadas na BM&FBovespa gerenciam seus resultados para atingir ou superar a previsão de lucro dos analistas de mercado?

Sendo assim, o objetivo deste estudo é verificar se gestores se utilizam dos *accruals* discricionários para manipular as informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa a fim de atingir ou superar o lucro previsto por analistas.

O estudo justifica-se pelo fato de existir incentivos para que os gestores se envolvam em práticas de gerenciamento de resultados para atingir ou superar metas de lucro. Segundo Skinner e Sloan (2002), ao não atingir o lucro previsto por analistas, o mercado de ações responde negativamente quando o lucro previsto é maior do que o divulgado, gerando assim uma surpresa negativa. Ainda segundo os autores, essa resposta do mercado à surpresa negativa dos lucros ocorre em maior magnitude do que quando há uma surpresa positiva.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Gerenciamento de Resultados

Segundo Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados contábeis ocorre quando os gerentes se utilizam do julgamento nos relatórios financeiros e da estruturação de operações para alterá-los com o objetivo de enganar algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico subjacente da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Martinez (2013, p. 5) conceitua gerenciamento de resultados como:

O uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação da demonstração de resultado (*disclosure*). Todas dentro dos limites das normas contábeis, visando influenciar as percepções sobre fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil.

O conjunto de relatórios contábeis exerce um papel fundamental na redução da assimetria da informação ao divulgar a situação patrimonial e financeira de uma empresa, pois os acionistas não têm o mesmo nível de informação que os gestores da empresa. Assim, a divulgação dos demonstrativos elaborados pela contabilidade tenta minimizar os conflitos de interesses existentes entre o principal (acionistas) e o agente (executivo). Apesar dos demonstrativos contábeis serem importantes na diminuição da assimetria informacional, algumas normas permitem que os gestores, por meio de escolhas contábeis, apresentem um resultado enviesado (PAULO, 2007).

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

**Quadro 1 – Pesquisas sobre gerenciamento de resultados no Brasil**

Artigo	Descrição
Paulo, Martins e Corrar (2007)	Apresentou evidências de que a análise do diferimento tributário não aumenta o poder preditivo dos modelos analisados, no caso, Jones Modificado (JONES, 1991) e Kang e Sivaramakrishnan (1995), conhecido como modelo KS.
Coelho e Lopes (2007)	A pesquisa indicou a existência de gerenciamento de resultados contábeis em empresas com ações negociadas na Bovespa, contudo, não foi possível afirmar que essa prática estivesse associada aos níveis de endividamento.
Vasconcelos <i>et al.</i> (2008)	O estudo buscou compreender a relação entre o gerenciamento de resultados e entre cias cobertas ou não por empresas de <i>rating</i> . Como resultado, não foram encontrados níveis de gerenciamento de resultados estatisticamente diferentes entre os grupos.
Martinez e Cardoso (2009)	Os autores encontraram evidências significativas de que empresas brasileiras tomam decisões operacionais para gerenciar os números contábeis através de despesas de vendas, gerais e administrativas, nível de produção.
Paulo e Leme (2009)	Essa pesquisa buscou verificar se existem diferenças significativas entre os níveis de <i>accruals</i> discricionários em relação ao período de anúncio das demonstrações contábeis das cias abertas, mas os resultados não validaram a hipótese de que companhias abertas gerenciam resultados com o intuito de antecipar a divulgação das demonstrações contábeis.
Nardi <i>et al.</i> (2009)	A pesquisa encontrou uma relação positiva entre gerenciamento de resultados e custo da dívida.
Formigoni, Antunes e Paulo (2009)	Este estudo buscou conhecer a composição da diferença entre o resultado contábil tributável ( <i>book-tax differences</i> ) por meio de gerenciamento de resultados contábeis ou gerenciamento de tributos. Contudo, os modelos utilizados não deram suporte para concluir que houvesse manipulação de resultados e/ou tributos.
Almeida, Lopes e Corrar (2011)	As evidências desse estudo indicam que empresas gerenciam resultados para manter o valor de mercado maior que o valor patrimonial.

Formigoni <i>et al.</i> (2012)	Esse estudo verificou se o gerenciamento de resultados contábeis é incentivado por questões tributárias, contudo, devido ao baixo poder preditivo dos modelos econométricos, não essa relação não pôde ser confirmada.
Ferreira <i>et al.</i> (2012)	Os autores encontraram uma relação diretamente proporcional entre <i>book-tax differences</i> (BTD) e os <i>accruals</i> discricionários. Além disso, eles encontraram evidências de que o tamanho da firma e a adoção do regime tributário de transição apresentou uma relação inversamente proporcional ao nível dos <i>accruals</i> discricionários.
Rezende e Nakao (2012)	Os resultados dessa pesquisa indicam evidência de que existe uma relação negativa entre lucro tributável e gerenciamento de resultados.
Erfurth e Bezerra (2013)	Esse artigo objetivou investigar a relação entre os segmentos de governança corporativa e práticas de gerenciamento de resultados. Como resultado, não foram encontradas diferenças no nível de gerenciamento dos lucros entre os segmentos de governança.
Barros, Soares e Lima (2013)	Objetivo investigar a associação entre a governança corporativa e gerenciamento de resultados contábeis em empresas brasileiras de capital aberto. Os resultados revelaram que a intensidade de gerenciamento de resultados é menor em empresas que apresentam mais atributos de Governança.
Reis, Cunha e Ribeiro (2014)	O estudo objetivou verificar em que medida as empresas que compõe IBrX – Índice Brasil, da BM&FBovespa, gerenciam seus resultados contábeis, baseadas em decisões operacionais. Os resultados apontaram que as empresas do IBrX não utilizaram o volume de vendas e os níveis de produção para aumentar ou reduzir os resultados contábeis.
Dutra e Costa (2014)	Nesse estudo investigou se há relação entre o gerenciamento de resultados e o grau de conservadorismo de companhias abertas brasileiras. Os resultados indicam que não há conservadorismo no Brasil, e sim, a antecipação do reconhecimento de ganhos em relação às perdas.
Silva <i>et al.</i> (2014)	Esse trabalho verificou se durante crises econômicas as empresas listadas no mercado de capitais brasileiro tendiam a adotar práticas de GR. Os testes estatísticos revelaram uma relação significativa entre crise e as práticas de GR.
Toigo, Chiarello e Klann (2014)	O trabalho avaliou a relação dos <i>accruals discricionários</i> em períodos pré e pós combinação de negócios no Brasil com o desempenho da companhia no mercado de ações no mesmo período. Como resultado, as empresas não sofreram a influência dos <i>accruals</i> discricionários no desempenho de mercado das companhias adquirentes.
Joia e Nakao (2014)	Os resultados desse estudo não confirmaram a hipótese de que a adoção de International Financial Reporting Standard (IFRS) afetou o nível de gerenciamento de resultados após a adoção das IFRS pelo Brasil, mas mostraram que o tamanho e o endividamento explicam significativamente os <i>accruals</i> discricionários, independentemente da adoção de IFRS.
Reis, Lamounier e Bressan (2015)	As evidências desse estudo sugerem que as empresas evitam divulgar perdas ao mercado de capitais através do gerenciamento das atividades reais.
Lima <i>et al.</i> (2015)	Os resultados dessa pesquisa indicaram que existem diferenças significativas na qualidade das informações contábeis entre os estágios de ciclo de vida das companhias abertas brasileiras, contudo, com exceção quanto ao gerenciamento de resultados contábeis.

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com as pesquisas apresentadas anteriormente, nota-se que o tema gerenciamento de resultados foi estudado no Brasil sob aspectos relacionados a: (a) governança corporativa (ERFURTH; BEZERRA, 2013; BARROS; SOARES; LIMA, 2013), (b) adoção das IFRS pelas empresas brasileiras (JOIA; NAKAO, 2014), (c) aspectos tributários (PAULO; MARTINS; CORRAR, 2007; FORMIGONI; ANTUNES; PAULO, 2009, FORMIGONI *et al.*, 2012; FERREIRA *et al.*, 2012), (d) aspectos financeiros e patrimonial (COELHO; LOPES, 2007; VASCONCELOS *et al.*, 2008; NARDI *et al.*, 2009), (e) decisões operacionais (MARTINEZ; CARDOSO, 2009; REIS; CUNHA; RIBEIRO, 2014; REIS; LAMOUNIER; BRESSAN, 2015), (f) escolhas contábeis (PAULO; LEME, 2009), (g) mercado financeiro ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011), (h) conservadorismo (DUTRA; COSTA, 2014), (i) aspectos econômicos (SILVA *et al.*, 2014), (j) combinação de negócios (TOIGO; CHIARELLO; KLANN, 2014), (k) estágio de ciclo de vida das empresas (LIMA *et al.*, 2015).

Paulo (2007) analisou a validade teórica e empírica dos principais modelos usados na detecção dos *accruals* discricionários, dentre eles, os modelos utilizados pelas pesquisas do

Quadro 1 (KS, Jones e Jones Modificado, Pae). Em seu estudo, Paulo (2007) propôs um modelo de detecção de gerenciamento de resultados que considera incentivos e custos associados à prática de manipulação oportunística das informações contábeis. Utilizando uma amostra com empresas do mercado de capitais brasileiro, americano e outros mercados latino-americanos, os resultados da pesquisa mostraram que os modelos operacionais da literatura corrente são fracamente especificados e ainda apresentam baixo poder preditivo. Também se verificou que o modelo proposto no estudo apresentou maior poder explicativo do comportamento dos *accruals* em todos os ambientes estudados. Em seu estudo, foi encontrado um percentual de explicação ( $R^2$ ) de 40%, enquanto o modelo PAE, Jones e KS apresentaram apenas um  $R^2$  de 0,214, 0,048 e 0,038.

Diferentemente das pesquisas citadas no Quadro 1, em cujas utilizaram modelos tradicionais de estimação dos *accruals* discricionários (Jones, KS, Jones Modificado, PAE), a presente pesquisa utiliza o modelo Paulo (2007) para estimação dos *accruals* discricionários, pois, esse modelo corrige os problemas existentes nos modelos tradicionais, tais como, a correlação entre os *accruals*, o fluxo de caixa operacional e o resultado contábil, bem como, quanto ao nível de conservadorismo, à reversão dos *accruals* e à sua mudança resultante das práticas de gerenciamento das atividades operacionais.

## 2.2 As informações contábeis e as previsões dos analistas de mercado

Os lucros fornecem informações importantes para a tomada de decisões de investimento, nesse processo, os analistas de mercado atuam como intermediários entre a produção e os tomadores de decisões. Através da sua habilidade de resumir e distribuir a informações, os analistas de mercado atuam como redutores da assimetria da informação entre gestor e investidores. Assim, muitas vezes, os analistas são responsáveis por criar uma pressão excessiva sobre os gestores para gerenciar seus resultados, pois, as firmas que não atingem as previsões dos analistas geralmente sofrem reduções significativas no preço das suas ações (YU, 2008).

O mercado reage à confirmação da previsão dos analistas na divulgação dos resultados contábeis, então, as firmas que atendem as expectativas e continuam a fazê-lo de forma consistente nos períodos seguintes, são precificadas por um valor maior do que aquelas que não atingem a previsão dos analistas (KASZNIK, MCNICHOLS, 2002).

Nessa mesma linha, segundo Bartov, Givoly e Hayn (2002), as empresas que atendem ou superaram as expectativas de lucro dos analistas (*meet-or-beat*), ou seja, o consenso das previsões do lucro, desfrutam de um maior retorno das ações do que as empresas que não atendem essas expectativas, aparentemente, a surpresa na divulgação do lucro, ou seja, quando o lucro supera o valor previsto pelos analistas, possui um conteúdo informacional com respeito aos lucros futuros, como evidenciado pela associação positiva entre a surpresa do lucro e o desempenho futuro da empresa.

Diante da resposta do mercado às surpresas na divulgação do lucro, Skinner e Sloan (2002) indicam que se os gestores de empresas em crescimento sabem que os preços das suas ações sofrerão um forte ajuste para baixo quando apresentarem surpresas negativas, estes podem ser incentivados a se envolverem em manipulação de resultados contábeis ou no gerenciamento da previsão do lucro dos analistas para evitar resultados que gerem surpresas negativas.

Matsumoto (2002) explica que os gestores têm dois mecanismos para evitar surpresas negativas nos lucros, eles podem gerenciar o resultado para cima através dos *accruals* se os lucros não gerenciados ficarem aquém das expectativas, ou ainda, os gestores podem guiar as expectativas dos analistas para baixo através da divulgação de “más notícias” para evitar previsões excessivamente otimistas. Contudo, ambos os mecanismos implicam em custos, o gerenciamento de resultados contábeis é difícil porque os auditores e os conselhos de

administração examinam as práticas contábeis discricionárias. Além disso, como os *accruals* revertem em períodos subsequentes, os gestores não são susceptíveis a usá-los para aumentar continuamente o lucro acima da expectativa de cada período. Por outro lado, guiar as previsões dos analistas para baixo requer a revisão para baixo das expectativas atuais se as previsões iniciais forem muito altas, o que poderia causar uma reação negativa no preço das ações na data de revisão da previsão. Sendo assim, orientar as expectativas dos analistas antes da divulgação dos resultados para mantê-las em um nível “superável” também é caro, na medida em que conduz à uma redução dos preços das ações por um período prolongado de tempo.

De acordo com Kross, Ro e Suk (2011), as empresas que consistentemente atendem ou batem as expectativas de lucro dos analistas fornecem mais frequentemente “más notícias” utilizadas na previsão pelos analistas do que as empresas com nenhuma sequência estabelecida de *meet-or-beat*, particularmente, quando as previsões dos analistas existentes são otimistas. Isso sugere que as empresas com um histórico consistente de *meet-or-beat* são mais propensas a guiar as expectativas dos analistas para baixo com o intuito de evitar quebrar a consistência.

Apesar de haver restrições quando ao *insider trading* – negociação de valores mobiliários baseada em informações relevantes ainda não divulgadas ao público – os gestores se preocupam com o preço das ações de suas companhias, especialmente, após o aumento ocorrido nas últimas décadas do uso de *stock options*, ou seja, contratos de opções de compra de ações da própria companhia, como parte da remuneração dos gestores. Como o anúncio do lucro provoca a precificação das ações com forte influência do sinal da surpresa do lucro, os gestores são motivados a atingir as expectativas do mercado, valorizando as ações da companhia e, conseqüentemente, sua própria remuneração.

Em estudo realizado na Austrália, Kent e Routledge (2015) separaram as empresas em dois grupos de *benchmark beaters*. O primeiro composto por empresas que apresentaram pequenos lucros positivos e o segundo com empresas que apresentaram uma pequena variação positiva no lucro. Eles utilizaram modelos de qualidade dos *accruals* e medidas de persistência dos lucros para identificar se as empresas que batem o *benchmark* de lucro estão manipulando lucros. Os resultados sugerem que empresas com baixos lucros positivos se envolveram em práticas de manipulação de resultados. No entanto, não se identificou qualquer evidência para indicar que uma pequena variação positiva dos resultados seja uma sinalização para o gerenciamento de resultados.

DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999) alertam para o fato de haver custos relacionados ao gerenciamento de resultados para atender às previsões dos analistas. Em sua pesquisa, os autores encontraram evidências de que o desempenho futuro das empresas que apenas atingiram o lucro previsto por analistas parece pior do que das empresas do grupo de controle, isto é, aquelas menos suspeitas a gerenciar seus resultados.

Por outro lado, os analistas de mercado podem exercer um papel importante na governança corporativa das firmas. Segundo Yu (2008), as empresas com maior cobertura de analistas apresentaram níveis menores de *accruals* discricionários, *proxy* utilizada para gerenciamento de resultados. Sendo assim, dado o número de analistas que seguem a empresa, os melhores analistas, ou seja, analistas de corretoras maiores e com mais experiência, além de reduzir a assimetria da informação entre empresas e investidores, exercem um forte efeito contra o gerenciamento de resultados.

Em estudo realizado no Brasil por Martinez (2011), foram encontrados resultados convergente à pesquisa de Yu (2008), na qual foi encontrada uma correlação negativa entre o número de analistas que cobrem as companhias abertas brasileiras e a magnitude dos *accruals* discricionários, indicando que a cobertura de analistas exerce um efeito inibidor do gerenciamento de resultados. Os resultados de Martinez (2011) também evidenciaram que quanto maior é o número de analistas que cobrem a firma, mais precisa e acurada é a previsão.



Se por um lado, os estudos indicam que os analistas podem inibir a prática de gerenciamento de resultados pelos gestores (YU, 2008; MARTINEZ, 2011), outras pesquisas também evidenciaram a existência de incentivos por parte dos gestores para agir de forma oportuna para atingir as expectativas do mercado (BARTOV; GIVOLY; HAYN, 2002; DEGEORGE; PATEL; ZECKHAUSER, 1999). Portanto, a presente pesquisa pretende contribuir com os estudos que focaram na relação entre gerenciamento de resultados e a previsão de analistas no mercado acionário brasileiro.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 População e amostra

A população da pesquisa é composta por todas as empresas listadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), com exceção das entidades financeiras e seguradoras que possuem uma estrutura patrimonial e estrutura operacional distinta das demais, e ainda, apresentam um alto nível de alavancagem.

Para compor a amostra foi necessário que tanto as informações relativas à estimação dos modelos de gerenciamento de resultados quanto ao lucro por ação das firmas e a sua previsão pelos analistas estivessem disponíveis na base de dados da *Thomson Reuters*<sup>®</sup> (os modelos estão descritos no item 6.3).

Tendo em vista que as companhias abertas brasileiras passaram a emitir seus relatórios contábeis de acordo com as *International Financial Reporting Standard* (IFRS) a partir de 2010, então, essa análise ficou restrita as informações contábil-financeiras trimestrais dos exercícios de 2011 ao terceiro trimestre de 2014. Dentre as empresas que dispunham da previsão de analistas, não foi necessário que as firmas apresentassem essa estimativa para todos os períodos por tratar-se de uma regressão do tipo *pooling of independent cross sections*. Sendo assim, caso uma empresa dispusesse do consenso da previsão de analistas em apenas um os trimestres estudados, esta comporia a amostra da pesquisa.

De acordo com os dados coletados na base da *Thomson Reuters*<sup>®</sup>, de um total de 363 empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro, foram excluídas 56 empresas da amostra por atuarem no setor financeiro, e outras 169 empresas foram excluídas da amostra por não apresentarem dados suficientes, especialmente, a previsão de lucro por analistas de mercado. Durante a análise por meio do *box plot*, 19 observações foram excluídas por se classificarem como *outliers*, resultando numa amostra final de 1685 observações.

#### 3.2 Hipóteses da pesquisa

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

A literatura tem mostrado que os gestores procuram evitar “surpresas” na divulgação dos resultados, especialmente, quanto à apresentação de resultados negativos ou abaixo das expectativas dos analistas de mercado, pois, tal fato afeta negativamente a avaliação do desempenho dos gestores (BROWN, 2001; BURGSTAHLER; EAMES, 2003).

Dentre outros estudos que corroboram com essa hipótese destaca-se o estudo de Skinner e Sloan (2002) em que foi encontrado que o mercado financeiro apresenta maior reação para baixo na divulgação de lucros abaixo de esperado. Tal fato sugere que pode haver um maior incentivo para o gerenciamento de resultados em empresas que superam as previsões dos analistas. Diante do exposto, pode-se descrever a primeira hipótese da seguinte forma:

*Hipótese 1:* As firmas que apresentaram surpresas positivas do lucro previsto por analistas de mercado (*positive earnings surprise-PES*) gerenciam seus resultados por meio de *accruals* discricionários.

A segunda hipótese baseia-se no estudo de Burgstahler e Eames (2006) que segregaram as variações positivas do lucro previsto por analistas em relação ao divulgado pelas empresas em quartis. As empresas do primeiro quartil, ou seja, com menores variações, foram consideradas como *proxy* para gerenciamento de resultados e, posteriormente, comparadas com as empresas dos demais quartis. Os resultados evidenciaram que as empresas se utilizaram de gerenciamento de resultados para obter lucro zero ou pequenas surpresas positivas na divulgação dos seus resultados. Sendo assim, tem-se a segunda hipótese da pesquisa:

*Hipótese 2:* As firmas que apresentaram menores surpresas do lucro previsto por analistas de mercado (*small earnings surprise-SES*) gerenciam seus resultados por meio dos *accruals* discricionários.

Em estudo realizado no mercado acionário australiano, Kent e Routledge (2015) não encontraram evidências suficientes para afirmar que os gestores manipulam seus resultados para apresentar pequenas surpresas positivas do lucro. Contudo, ressalta-se aqui que a presente pesquisa diferencia-se do estudo de Kent e Routledge (2015) pelo fato deste trabalho focar nas menores variações (positivas ou negativas) do lucro divulgado pelas empresas em relação ao lucro previsto por analistas, uma vez que aquele privilegiou apenas as pequenas variações positivas do lucro divulgado pelas firmas. Para tanto, foi criada uma variável *dummy* representando as menores variações do lucro previsto (*MVprev*) em relação ao lucro divulgado pelas empresas, ou seja, são as empresas que mais se aproximaram do lucro previsto pelos analistas, sendo considerado para tal análise, uma variação de 10% para mais ou para menos do lucro divulgado em relação ao lucro previsto.

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

Para responder às hipóteses da pesquisa, este estudo utilizou os *accruals* discricionários como *proxy* para gerenciamento de resultados contábeis. Para tanto, a presente pesquisa seguiu quatro passos descritos a seguir.

No primeiro passo, este estudo empregou o modelo proposto por Paulo (2007), pois neste modelo foi incluindo variáveis relacionadas à reversão dos *accruals*, não-linearidade dos resultados e os efeitos do conservadorismo e do gerenciamento das atividades operacionais sobre a estimação dos *accruals*. Devido à adoção das IFRSs no Brasil, foi necessária uma adaptação do modelo Paulo (2007) original, incluindo a variável “Int” (Intangível), ao invés da variável “AD” (ativo diferido). Então, o modelo utilizado na presente pesquisa para estimação dos *accruals* totais pode ser descrito da seguinte forma:

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

Em que:

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

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

---

$CD_{it}$	= custos e despesas operacionais da empresa $i$ no período $t$ , excluindo as despesas financeiras e despesas com depreciação, exaustão e amortização, ponderadas pelos ativos totais no final do período $t-1$ ;
$Imob_{it}$	= ativo imobilizado da empresa $i$ no final do período $t$ , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$ ;
$Int_{it}$	= ativo intangível da empresa $i$ no final do período $t$ , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$ ;
$FCO_{it}$	= fluxo de caixa operacional da empresa $i$ no período $t$ , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$ ;
$Res_{it}$	= resultado contábil da empresa $i$ no período $t$ , ponderado pelos ativos totais no final do período $t-1$ ;
$\Delta Res_{it-1}$	= variação no lucro líquido contábil da empresa $i$ do ano $t-2$ para o ano $t-1$ ponderada pelo valor do ativo total no início do ano $t-2$ ;
$D\Delta Res_{it-1}$	= variável <i>dummy</i> para existências de variação negativa no lucro líquido contábil da empresa $i$ do ano $t-2$ para o ano $t-1$ , assumindo valor 1 se $\Delta Res_{it-1} < 0$ , e 0 caso contrário;
$AccT_{it-1}$	= <i>accruals</i> totais da empresa $i$ no período $t-1$ , ponderados pelos ativos totais do final do período $t-2$ ;
$An\_Prod_{it}$	= comportamento anormal dos custos de produção da empresa $i$ no período $t$ , sendo o erro da estimação da equação 2;
$An\_DO_{it}$	= comportamento anormal das despesas operacionais da empresa $i$ no período $t$ , sendo o erro da estimação da equação 4;
$An\_CFO_{it}$	= comportamento anormal dos fluxos de caixas operacionais da empresa $i$ no período $t$ , sendo o erro da estimação da equação 3;
$\varepsilon_{it}$	= termo de erro da regressão;
$\alpha, \beta$ 's, $\lambda$ 's, $\gamma$ 's	= coeficientes estimados da regressão.

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

Uma das suposições do modelo é que a estimação dos parâmetros seja efetuada separadamente por setor econômico, com o intuito de estimar *accruals* discricionários mais consistentes. Segundo Paulo (2007), o objetivo é controlar os efeitos peculiares de cada setor econômico a fim de reduzir que os *accruals* discricionários sejam contaminados por efeitos setoriais. Portanto, seguindo a classificação da BM&FBovespa para as empresas da amostra, dos nove setores identificados, foram criadas *dummies* para cada um deles, exceto para o setor de bens industriais, para evitar problemas de multicolinearidade perfeita (WOOLDRIDGE, 2014).

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

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

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

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

Em que:

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

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

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

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

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

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

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

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

Segundo Zang (2012), os gestores gerenciam os resultados pelas decisões reais até o fim do exercício fiscal, enquanto que a manipulação pelos *accruals*, pode ocorrer mesmo após o encerramento do ano fiscal, ajustando o nível dos *accruals* dependendo do gerenciamento das atividades reais, sendo assim, o efeito desse *trade-off* é captado por Paulo (2007) que inclui em seu modelo variáveis relacionadas ao gerenciamento das atividades reais.

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

$$AD_t = Acc_t - NDA_t \tag{5}$$

Em que:

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

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

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

No quarto passo, após obter os valores dos *accruals* discricionários, utilizou-se o modelo proposto por McNichols e Wilson (1988) para analisar a relação dos *accruals* discricionários, *proxy* de gerenciamento de resultados contábeis, e os incentivos para as práticas oportunistas, também utilizado por Paulo (2007). Foram utilizadas duas variáveis *dummies* para representar os incentivos para gerenciar os resultados, a primeira segrega as informações das empresas que apresentaram lucro acima do previsto pelos analistas ( $PREV_{ac}$ ), e a segunda refere-se às companhias com menores variações dessa previsão ( $MV_{prev}$ ), para mais ou para menos. O modelo é descrito como segue:

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

Em que:

$AD_{it}$  = *accruals* discricionários estimados da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$(PART)_{it}$  = *dummy* para separar as empresas com incentivos para gerenciamento de resultados, no caso, as variáveis *dummies*  $PREV_{AC}$  (firmas com lucros acima da

previsão) e MVPrev (firmas com menores variações em relação a previsão), sendo 1 para as empresas com a característica representada por cada variável;  
 $\alpha, \beta, v_t$  = coeficientes estimados da regressão.

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

#### 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para estimar os *accruals* totais, inicialmente, os coeficientes obtidos a partir do comportamento dos custos de produção, das despesas operacionais e dos fluxos de caixas operacionais foram usados para estimar o seu comportamento anormal com base nos valores reais de cada variável. Os coeficientes encontrados estão dispostos na Tabela 1.

**Tabela 1 - Descrição da regressão dos comportamentos anormais**

Variáveis	<i>An_Prod<sub>it</sub></i>		<i>An_CFO<sub>it</sub></i>		<i>An_DO<sub>it</sub></i>	
	Coefficientes	Sig.	Coefficientes	Sig.	Coefficientes	Sig.
C	-0,01389	0,029*	-0,0085	0,478	-0,0333	0,008**
$1/A_{t-1}$	2015326	0,824	13900000	0,444		
$R_{it}$	0,7409	0,000**	0,0384	0,541		
$\Delta R_{it}$	-0,0124	0,451	0,0045	0,846		
$\Delta R_{it-1}$	-0,0044	0,690				
$\text{Log}(R_{it})$					0,4143	0,000**
$\text{Log}(R_{it}) \times DR_{it}$					-0,0649	0,284
$\text{Log}(R_{it-1})$					-0,1154	0,021*
$\text{Log}(R_{it-1}) \times DR_{it-1}$					0,2586	0,000**
<b>Descrição</b>	<b>Efeitos fixos</b>		<b>Efeitos fixos</b>		<b>Efeitos aleatórios</b>	
R <sup>2</sup>	0,8483		0,2159		0,2626	
Wald $\chi^2$	3.2e+31		2.2e+31		274,54	
Prob (Wald $\chi^2$ )	0,0000**		0,0000**		0,0000**	
Jarque-Bera ( <i>p-value</i> )	0,0000**		0,0000**		0,0000**	
White heteroskedasticity test ( <i>p-value</i> )	0,0000**		0,0000**		0,0000**	
Wooldridge test for autocorrelation ( <i>p-value</i> )	0,6304		0,0000**		0,0000**	
VIF	1,96		1,95		2,24	

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

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

Fonte: dados da pesquisa.

Os coeficientes para o cálculo do comportamento anormal dos custos de produção (*An\_Prod<sub>it</sub>*) foram obtidos através da abordagem *pooling of independent cross sections* com efeitos fixos e após controlar os efeitos da heteroscedasticidade dos resíduos através dos erros padrões robustos. O modelo consegue explicar 84,83% das mudanças da variável dependente, contudo, apenas a variável referente às receitas líquidas e a constante apresentaram significância estatística. Também foram incluídas no modelo variáveis de controle quanto ao tempo (trimestre). Nesse aspecto, as variáveis com significância estatística referem-se aos trimestres: “2.2012”, “3.2012”, “1.2013”, “2.2013” e todos de 2014, que demonstra a importância do efeito do tempo na estimação da produção anormal. As variáveis *dummies* para setor foram incluídas, mas omitidas na regressão devido à colinearidade. Verificou-se que esse modelo não apresentou problema de autocorrelação e de multicolinearidade, pois o teste *Wooldridge* foi maior que o nível de significância adotado nesta pesquisa (5%) e VIF (1,96) foi

próximo a um. O mesmo resultado satisfatório não foi encontrado quanto à normalidade dos resíduos, pois o teste de White foi menor que 5%.

O modelo utilizado para estimar o comportamento anormal do fluxo de caixa operacional ( $An\_CFO_{it}$ ) apresentou um percentual de explicação de 21,59% das variações da variável dependente. Ao proceder com a regressão sem as *dummies* de tempo, tanto a constante quanto a variação das receitas ( $\Delta R_{it}$ ) apresentaram significância estatística (sig. < 0,05), contudo com um baixo poder de explicação. Assim como no modelo anterior, foram incluídas variáveis *dummies* para tempo e setor, contudo, este último foi excluído por problemas de colinearidade. Verificou-se, então, a importância do tempo para a previsão do fluxo de caixa, ou seja, o fluxo de caixa sofre uma alteração significativa a depender do período analisado, pois, apenas as variáveis *dummies* referentes aos primeiros trimestres de 2012, 2013 e 2014 não foram estatisticamente significativas. O modelo não apresentou problema de multicolinearidade, contudo, o mesmo resultado positivo não se verificou para o teste de heteroscedasticidade já que o teste de White foi menor que 0,5%, e ainda, o modelo apresentou problemas de autocorrelação serial e de não normalidade dos resíduos.

Em relação ao comportamento anormal das despesas operacionais, o modelo apresentou um  $R^2$  de 26,26% e apenas a variável " $\text{Log}(R_{it}) \times DR_{it}$ " não apresentou significância estatística após obtenção dos erros padrões robustos a fim de controlar os efeitos da heteroscedasticidade dos resíduos. As variáveis de controle para tempo apresentaram significância estatística para todos os trimestres, com exceção dos primeiros trimestres de 2012, 2013, 2014 e o terceiro trimestre de 2013, semelhante ao ocorrido na estimação da variável  $An\_CFO$ . Dentre as *dummies* para os setores, apenas a que representa as empresas de utilidade pública foi significativa. O modelo apresentou problemas de autocorrelação ( $Wooldridge\ test < 0,05$ ) e de não normalidade dos resíduos (Jarque-Bera < 0,05), porém sem maiores turbulências causada pela multicolinearidade, visto que VIF (2,24) apresentou um valor abaixo do limite de 10 sugerido por Wooldridge (2014). No que tange a adequação do modelo, o teste Wald  $\chi^2$  é utilizado em regressões de dados em painel com efeitos aleatórios, e neste caso, apresentou significância estatística para esse modelo.

Observa-se que alguns testes não apresentaram resultados satisfatórios para normalidade, autocorrelação e heteroscedasticidade. Porém, com base na teoria do limite central, Wooldridge (2014) afirma que em amostras grandes, os estimadores dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) satisfazem normalidade assintótica. Portanto, o pressuposto de normalidade foi relaxado. Nesse caso, os coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, até mesmo na presença de autocorrelação e de heteroscedasticidade.

Após a estimação do comportamento anormal do custo, das despesas e do fluxo de caixa operacional, procedeu-se com a regressão para detecção dos *accruals* discricionários proposto por Paulo (2007), com adaptações para esta pesquisa. Os resultados estão descritos na Tabela 2.

**Tabela 2 - Descrição da regressão dos *accruals* totais**

Variáveis	$AccT_{it}$	
	Coefficientes	Sig.
C	0,0000	0,465
$Rec_{it}$	0,0000	0,536
$CD_{it}$	-	-
$Imob_{it}$	-0,0000	0,713
$Int_{it}$	-0,0001	0,122
$FCO_{it}$	-0,0003	0,000**
$Res_{it}$	0,0003	0,048*
$Res_{it}^2$	0,0007	0,548
$\Delta Res_{it-1}$	-0,0000	0,745

$D\Delta Res_{it-1}$	0,0000	0,851
$\Delta Res_{it-1} * D\Delta Res_{it-1}$	0,0000	0,978
$Acct_{it-1}$	-0,1832	0,000**
$An\_Prod_{it}$	-0,0001	0,663
$An\_DO_{it}$	0,0000	0,177
$An\_CFO_{it}$	-	-
Descrição	Efeitos fixos	
R <sup>2</sup>	0,1786	
F-statistic	8,92	
Prob (F-statistic)	0,0000**	
Jarque-Bera ( <i>p-value</i> )	0,0000**	
White heteroskedasticity test ( <i>p-value</i> )	0,0000**	
Wooldridge test for autocorrelation ( <i>p-value</i> )	0,0000**	
VIF	1,94	

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

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

Fonte: dados da pesquisa.

Inicialmente, o modelo Paulo adaptado nesta pesquisa apresentou problemas de multicolinearidade (VIF de 22,45) muito acima do limite de 10 proposto por Wooldridge (2014). A fim de minimizar seus efeitos, optou-se por excluir do modelo duas variáveis  $CD_{it}$  e  $An\_CFO_{it}$  por apresentarem colinearidade com a variável  $FCO_{it}$  e  $Rec_{it}$ , respectivamente. Sendo assim, o modelo ajustado apresentou um R<sup>2</sup> de 17,86% e foi encontrado através de uma regressão do tipo *pooling of independent cross sections* com efeitos fixos. Esse percentual é inferior ao encontrado em Paulo (2007), que foi de 40%, contudo, satisfatório, comparativamente a outros modelos aplicados ao Brasil.

De todas as variáveis incluídas no modelo, apenas  $FCO_{it}$ ,  $Res_{it}$ ,  $Acct_{it-1}$  apresentaram significância estatística. Das variáveis de controle incluídas, somente as *dummies* que representam o terceiro e quarto trimestres dos exercícios de 2012 e 2013, bem como, o terceiro trimestre de 2014 mostraram significância estatística. O que ressalta a importância dos últimos trimestres daqueles exercícios para a estimação dos *accruals* totais.

Ao aplicar seu modelo no contexto brasileiro, Paulo (2007) encontrou sinais divergentes do esperado para as variáveis “ $Acct_{it-1}$ ” e “ $An\_Prod_{it}$ ”. Na presente pesquisa, apenas  $An\_Prod_{it}$  apresentou a mesma contrariedade em relação ao sinal esperado (Tabela 3).

Era esperado que um comportamento anormal dos custos de produção conduzisse a um aumento dos *accruals* totais, nesse caso, parece ocorrer o inverso, ou seja, um aumento dos custos de produção reduz os *accruals* totais. A variável  $\Delta Res_{it-1} * D\Delta Res_{it-1}$  também apresentou sinal diferente do esperado, ou seja, foi encontrado uma relação positiva entre os *accruals* totais e a *dummy* para variações negativas do lucro no período anterior.

**Tabela 3 - Comparação dos sinais**

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

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

Fonte: dados da pesquisa.

Através dos *accruals* discricionários, utilizados nessa pesquisa como *proxy* para gerenciamento de resultados, e na separação da amostra entre aquelas empresas que atingiram ou não o lucro previsto por analistas de mercado, buscou-se responder à primeira hipótese da pesquisa. O resultado da regressão de acordo com a Equação 6 encontra-se disposto na Tabela 4.

**Tabela 4 - Gerenciamento de resultados e surpresas positivas na divulgação do lucro**

Variáveis	$AD_{it}$	
	Coefficientes	Sig.
Constante	0,000014	0,000**
PREVac	0,0000016	0,567
Descrição	Regressão linear	
Número de observações	1685	
R <sup>2</sup>	0,0002	
R <sup>2</sup> ajustado	-0,0004	
F-statistic	0,33	
Prob (F-statistic)	0,5668	

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

Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com McNichols e Wilson (1988), caso o  $\beta$  estimado seja maior que zero e significativo, pode-se dizer que existem evidências que as empresas gerenciam os resultados contábeis através dos *accruals* discricionários. Nesse caso, o teste F encontrado apresentou um resultado maior que 5%, o que significa que os coeficientes estimados não são estatisticamente diferentes de zero. Já a variável *PREVac* apresentou um valor maior que 5%, ou seja, estatisticamente não significativa. Portanto, de acordo com os resultados encontrados, rejeita-se a primeira hipótese da pesquisa, ou seja, não foram encontrados indícios de que as empresas que divulgam resultados superiores ao previsto pelos analistas gerenciam seus resultados contábeis. Kent e Routledge (2015) também encontraram evidências semelhantes, pois não foi houveram evidências suficientes para afirmar que os gestores gerenciavam resultados para superar a previsão de lucro dos analistas.

Esse resultado pode ser explicado pelo fato de estar incluído no grupo suspeito para gerenciar resultados, todas as firmas que apresentaram surpresas positivas, sejam essas surpresas pequenas ou grandes. Portanto, existe a possibilidade de as empresas que ultrapassaram as expectativas dos analistas, o fizeram sem a necessidade de gerenciar seus resultados. Mas será que aquelas firmas que apenas se aproximaram da previsão dos analistas também não gerenciam seus resultados contábeis? É o que pretende verificar a segunda hipótese deste trabalho.

Sendo assim, a fim de responder à segunda hipótese, ainda utilizando os *accruals* discricionários como *proxy* para gerenciamento de resultados, este estudo segregou as empresas com menores variações do lucro previsto por analistas (*MVprev*) das demais, considerando como pontos limítrofes o valor de 10% acima ou abaixo da previsão do lucro. Os resultados da regressão estão dispostos na Tabela 5.



**Tabela 5 - Gerenciamento de resultados e pequenas surpresas na divulgação do lucro**

Variáveis	$AD_{it}$	
	Coefficientes	Sig.
Constante	0,0000115	0,000**
MVprev	0,0000112	0,000**
Descrição	Regressão linear	
Número de observações	1685	
R <sup>2</sup>	0,0079	
R <sup>2</sup> ajustado	0,0073	
F-statistic	13,34	
Prob (F-statistic)	0,0003	

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

Fonte: dados da pesquisa.

Os resultados na Tabela 5 apresentam as variáveis MVprev e o teste F significativos estatisticamente, visto que ambos os *p-valores* são menores que 5%. Sendo assim, os resultados indicam a não rejeição da segunda hipótese da pesquisa, pois segundo McNichols e Wilson (1988), quando o  $\beta$  estimado é maior que zero e significativo, pode-se dizer que há evidências de gerenciamento de resultados por parte das empresas com menores variações do lucro previsto.

Fundamentado nos estudos de Kent e Routledge (2015) e Burgstahler e Eames (2006) a presente pesquisa também verificou se as empresas com pequenas variações positivas do lucro gerenciavam seus resultados contábeis através dos *accruals* discricionários, mas os resultados encontrados não suportaram essa hipótese. Contudo, foram encontradas evidências de gerenciamento de resultados a fim de apresentar resultados próximos da previsão do analista (*meeting*) ou apresentar pequenas surpresas (*beating*). Tal fato pode se justificar devido à reação do mercado diante dos erros das previsões dos analistas, pois, de acordo com Martinez (2006), o mercado brasileiro reage positivamente (negativamente) a surpresas positivas (negativas) na divulgação do lucro.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetivou verificar se as empresas com ações negociadas no mercado acionário brasileiro gerenciam seus resultados por meio dos *accruals* discricionários para atingir (*meet*) ou superar (*beating*) a previsão de lucro dos analistas financeiros.

Na Hipótese 1 foi verificado se os gestores gerenciam os resultados contábeis das firmas para superar o lucro previsto pelos analistas de mercado. Sendo assim, segregou-se as empresas que apresentaram variações positivas do lucro divulgado em relação ao previsto utilizando uma variável *dummy* (PREVac) e, posteriormente, verificou-se a sua relação com os *accruals* discricionários, aqui considerado como *proxy* para manipulação de resultados. Corroborando ao estudo Kent e Routledge (2015), os resultados revelaram que não há evidências suficientes que apoiem essa hipótese, ou seja, não foi possível afirmar que existiu o gerenciamento de resultados para superar a previsão de lucro dos analistas.

Na segunda hipótese foi analisada relação se as empresas gerenciam seus resultados para apresentar pequenas variações entre o lucro divulgado e o valor previsto pelos analistas de mercado, para tanto, considerou-se como pequenas variações aquelas menores que 10%. Os resultados apresentados concluíram pela não rejeição dessa hipótese, ou seja, foram encontradas evidências de que as empresas gerenciam seus resultados por meio dos *accruals* discricionários com a intenção de se atingir (*meet*) do lucro previstos por analistas de mercado. Esse fato pode ser motivado pela reação do mercado à surpresa na divulgação do lucro, pois a previsão gera uma expectativa nos agentes de mercado que são confirmadas ou não, somente após a divulgação desses resultados, sendo assim, os gestores podem se envolver em práticas

oportunisticas sobre as escolhas contábeis para evitar maiores variações do lucro divulgado em relação ao previsto pelos analistas e, conseqüentemente, menores efeitos nos preços das ações.

O resultado encontrado diverge parcialmente do encontrado por Kent e Routledge (2015) e Burgstahler e Eames (2006), pois estes encontraram evidências de gerenciamento de resultados entre empresas com pequenas variações positivas do lucro, fato não encontrado no presente trabalho. Contudo, de acordo com os resultados desta pesquisa, há evidências de manipulação de resultados apenas pelas firmas com pequenas surpresas no lucro.

Os resultados desta pesquisa contribuem com a literatura corrente, pois apresenta evidências sobre a prática oportunística, por parte dos gestores, com o intuito de atingir (*meet*) a previsão de lucro dos analistas em um mercado de capitais de país emergente. Sugere-se que, neste ponto, o mercado brasileiro apresenta os mesmos incentivos dos demais mercados desenvolvidos, onde os gestores se preocupem com os números contábeis a serem reportados. Neste caso, a preocupação com a divulgação de lucros a baixo da previsão do mercado, gera uma surpresa negativa, afetando assim o comportamento dos investidores, existentes ou potenciais. Assim, neste trabalho observa-se que essa preocupação ocorre, fazendo com que os gestores das firmas brasileiras utilizem de gerenciamento de resultados contábeis para atingir o lucro previsto.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2011.
- AYERS, B.; JIANG, J.; YEUNG, P. Discretionary accruals and earnings management: an analysis of pseudo earnings targets. **The Accounting Review**, v. 81, n. 3, p. 617-652, 2006.
- BADERTSCHER, B. A.; COLLINS, D. W.; LYS, T. Z. Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1, p. 330-352, 2012.
- BARROS, C. M. E.; SOARES, R. O.; LIMA, G. A. S. F. de. A relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Organizações**, v. 19, p. 28-39, 2013.
- BARTOV, E.; GIVOLY, D.; HAYN, C. The rewards to meeting or beating earnings expectations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, p. 173-204, 2002.
- BASU, S. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, New York, p. 3-37, 1997.
- BROWN, L. D. A temporal analysis of earnings surprises: Profits vs. losses. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 2, p. 221-241, 2001.
- BURGSTAHLER, D.; EAMES, M. Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled? **Contemporary Accounting Research**, v. 20, n. 2, summer, p. 253-94, 2003.
- \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n. 5 e 6, jun./jul., p. 633-652, 2006.
- BYUN, S.; ROLAND-LUTTECKE, K. Meeting-or-Beating, Earnings Management, and Investor Sensitivity after the Scandals. **Accounting Horizons**, v. 28, n. 4, p. 847-867, dec. 2014.

- CHENG, Q.; WARFIELD, Terry. Equity incentives and earnings management. (2005). **Accounting Review**, v. 80, n. 2, 2005.
- COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. 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**, n. 11, v. 2, p. 121-144, 2007.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- \_\_\_\_\_; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 344-401, 2010.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings management to exceed thresholds. **Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1-33, 1999.
- DUTRA, E. S.; COSTA, F. M. da. A relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v. 7, n. 1, p. 149-170, 2014.
- EBAID, I. E. Earnings management to meet or beat earnings thresholds: Evidence from the emerging capital market of Egypt, **African Journal of Economic and Management Studies**, v. 3, n. 2, p. 240-257, 2012.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n. 1, p. 32-42, 2013.
- FERREIRA, F. R.; MARTINEZ, A. L.; COSTA, F. M.; PASSAMANI, R. R. Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 5, p. 488-501, 2012.
- FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o lucro contábil e lucro tributável: uma análise sobre o gerenciamento de resultados contábeis e gerenciamento tributário nas companhias abertas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.
- \_\_\_\_\_. et al. Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n. 1, p. 41-52, 2012.
- FRANKEL, R. M.; JOHNSON, M. F.; NELSON, K. K. The Relation between Auditors' Fees for Nonaudit Services and Earnings Management. **The Accounting Review: Supplement**, v. 77, n. 1, p. 71-105, 2002.
- GRAHAM, J.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 3, p. 3-73, 2005.
- HEALY, P.; WAHLEN, J. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- JOIA, R. M.; NAKAO, S. H. Adoção de IFRS e gerenciamento de resultado nas empresas brasileiras de capital aberto. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 8, n. 1, art. 2, p. 22-38, jan./mar. 2014.
- JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

- KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, v. 33, n. 2, p. 353-367, 1995.
- KASZNIK, R.; MCNICHOLS, M. F. Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 3, p. 727-759, 2002.
- KENT, R.; ROUTLEDGE, J. Use of benchmarks in predicting earnings management? **Accounting & Finance**, 2015.
- KROSS, W. J.; RO, B. T.; SUK, I. Consistency in meeting or beating earnings expectations and management earnings forecasts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, p. 37-57, 2011.
- LIMA, A. S. de. et al. Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das Informações Contábeis no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 3, art. 6, p. 398-418, mai./Jun. 2015.
- MARTINEZ, A. L. “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. **Tese de doutorado**, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2001.
- \_\_\_\_\_. Como o mercado de capitais brasileiro reage a surpresa nos lucros? **Revista Eletrônica de Administração-REAd**, ed. 51, v. 12, n. 3, mai./jun., 2006.
- \_\_\_\_\_. The Role of Analysts as Gatekeepers: Enhancing Transparency and Curbing Earnings Management in Brazil. **RAC**, v. 15, n. 4, p. 712-730, 2011.
- \_\_\_\_\_. Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, Vitória-ES, v. 10, n. 4, Art. 1, p. 1-31, out./dez. 2013.
- \_\_\_\_\_; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.
- MATSUMOTO, D. A. Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. **The Accounting Review**, v. 77, n. 3, p. 483-514, 2002.
- MCNICHOLS, M. F.; WILSON, G. P. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v. 26, n. 2, p. 1-31, 1988.
- NARDI, P. C. C.; SILVA, R. L. M.; NAKAO, S. H.; VALLE, M. R. A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 6-26, 2009.
- PAULO, E. Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. **Tese de doutorado**, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2007.
- \_\_\_\_\_; LEME, J. R. Gerenciamento de resultados contábeis e o anúncio dos resultados contábeis pelas companhias abertas brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 27-43, 2009.
- \_\_\_\_\_; MARTINS, E.; CORRAR, L. J. Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário. **Revista de Administração de Empresas**, v. 47, n. 1, p. 46-59, 2007.
- REIS, E. M. dos; CUNHA, J. V. A. da; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBrX – Índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**. São Paulo, v. 7, n. 2, p. 201-223, 2014.

\_\_\_\_\_; LAMOUNIER, W. M.; BRESSAN, V. G. F. Evitar Divulgar Perdas: Um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. **R. Cont. Fin.** – USP, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 247-260, set./out./nov./dez. 2015.

REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o lucro tributável das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 6-21, 2012.

SILVA, A. F. da. *et al.* Earnings management and economic crises in the brazilian capital market. **Rev. adm. empres.**, São Paulo, v. 54, n. 3, p. 268-283, jun. 2014.

SKINNER, D. J.; SLOAN, R. G. Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let a torpedo stock sink your portfolio. **Review of Accounting Studies**, v. 7, p. 289-312, 2002.

TOIGO, L. A.; CHIARELLO, T. C.; KLANN, R. C. Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, UFSC, Florianópolis, v. 11, n. 24, p. 65-84, set./dez. 2014.

VASCONCELOS, C.; MIYASHIRO, I.; REIS, D.; PAULO, E. A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 3, p. 37-52, 2008.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução a econometria**: uma abordagem moderna. Trad. José Antônio Ferreira. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

YU, F. F., Analysts Coverage and Earnings Management. **Journal of Financial Economic**, v. 88, p. 245-271, 2008.

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real manipulation and accrual manipulation. **The Accounting Review**, v. 87, n. 2, p. 675-703, mar. 2012.