

ANÁLISE DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DE DECISÕES OPERACIONAIS NAS EMPRESAS COMPONENTES DO IBrX – ÍNDICE BRASIL

Elizio Marcos dos Reis* E-mail: elizioreis@oi.com.br
Jacqueline Veneroso Alves da Cunha* E-mail: jvacbr@yahoo.com.br
Denise Maria Ribeiro* E-mail: denise.ribeiro@bcb.gov.br
* Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Belo Horizonte, MG

Resumo: Os relatórios contábeis constituem o principal meio de disponibilização de informações financeiras para os agentes de mercado. Essas informações, no entanto, podem ser gerenciadas mediante decisões operacionais que buscam afetar as informações reportadas ao mercado. O presente estudo tem por objetivo verificar em que medida as empresas que compõe IBrX – Índice Brasil, da BM&FBovespa, gerenciam seus resultados contábeis, baseadas em decisões operacionais. Foram coletados dados contábeis das 100 empresas listadas no IBrX, no período de 2007 a 2011, utilizando os modelos desenvolvidos por Dechow, Kothari e Watts (1998), implementados por Roychowdhury (2006) e estimados por meio de dados em painel. As evidências estatísticas apontaram que, dentre as principais práticas de gerenciamento por decisões reais, as empresas do IBrX não utilizaram o volume de vendas e os níveis de produção para aumentar ou reduzir os resultados contábeis. Esses resultados podem sugerir que os problemas de agência, presentes nessas organizações, podem ter sido mitigados, inibindo a utilização dessas estratégias. Além disso, a manipulação dos *accruals* contábeis pode ter sido preferida em relação às decisões operacionais, já que, normalmente, não reflete em fluxos de caixa e não influenciam a estrutura operacional das empresas.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Decisões operacionais. Teoria da agência.

Abstract: The financial reports are the primary means of providing financial information to market players. Such information, however, can be managed through operational decisions that seek to affect the information reported to the market. The aim of this paper was to verify what extent the companies comprising the IBrX of BM&F Bovespa, manage their results, based on operational decisions. Accounting data of 100 companies listed in IBrX were collected in the period 2007-2011, using the model developed by Dechow, Kothari and Watts (1998), implemented by Roychowdhury (2006) and estimated using panel data. The statistical evidence showed that among the main management practices by real decisions, the companies listed on IBrX not used the volume of sales and production levels to increase or decrease the accounting results. These results may suggest that agency problems present in these organizations may have been mitigated, inhibiting the use of these strategies. Moreover, the manipulation of accounting accruals may have been preferred over the operational decisions, since usually not reflected in cash flows and do not influence the operational structure of the firms.

Keywords: Earnings management. Operational decisions. Agency theory.

1 INTRODUÇÃO

A teoria econômica clássica assumia que as firmas possuíam sempre um único gestor, que geralmente era o seu principal acionista. Nesse cenário, não existiam conflitos de interesses, nem problemas de informação. Ou seja, todos os agentes envolvidos com a firma tinham acesso ao mesmo conteúdo informativo, e sua obtenção ocorria sem custos adicionais. Essa visão, no entanto, diverge fortemente da realidade empresarial. Com o advento das corporações modernas, cuja propriedade é separada da gestão, surgiram os conflitos de interesses entre acionistas e gestores, denominados conflitos de agência (LOPES; MARTINS, 2012). Geralmente, essa relação entre acionistas e gestores é regulada por um contrato, cujo propósito consiste em levar os gestores a tomar decisões alinhadas com os interesses do principal. No entanto, sendo racional, cada parte tomará atitudes que considere serem benéficas a si mesma, sem necessariamente levar em conta qualquer benefício para o outro (RONEEN; YAARI, 2008).

Conforme ressaltam Roneen e Yaari (2008), algumas medidas contábeis e de mercado, como vendas, lucro líquido, preços das ações e valor econômico agregado, fazem parte do pacote de remuneração dos gestores, previsto no contrato que rege a relação principal-agente, como forma de incentivos para que eles tomem decisões que sejam alinhadas com os interesses dos acionistas, aqui denominados principais. Watts e Zimmerman (1978, p. 113) afirmam que “uma função da informação financeira divulgada é restringir a gestão para agir no interesse dos *shareholders*”.

Portanto, os gestores teriam um duplo motivo para fazer escolhas contábeis que, em última análise, lhes trariam benefícios. Se as medidas contábeis são a base para fixar a remuneração dos gestores, eles teriam interesse em aumentá-las, incrementando diretamente sua remuneração. Por outro lado, se a sua remuneração está atrelada ao desempenho de mercado, eles também teriam interesse em aumentar, ou, no mínimo, suavizar os resultados contábeis, para fazer transparecer para o mercado uma condição empresarial saudável e atraente para investimentos, aumentando o seu valor de mercado. Essas relações entre principal e agente, que corroboram a discricionariedade dos gestores, têm contribuído para o avanço da

pesquisa em contabilidade, especificamente o gerenciamento de resultados. Esse nome é usado para caracterizar os tipos de escolha feitos pelos gestores para afetar o resultado, quer seja aumentando-os, diminuindo-os ou suavizando-os.

Segundo Roychowdhury (2006), o gerenciamento de resultados pode se dar por meio da manipulação de *accruals*, sem consequências diretas no fluxo de caixa; outra maneira seria a manipulação de atividades reais (decisões operacionais), para atingir certos alvos. Esta última afeta o fluxo de caixa da empresa e, em alguns casos, também a manipulação de *accruals*.

As escolhas contábeis feitas pelos gestores, com ou sem consequências no fluxo de caixa da empresa, podem gerar resultados não efetivamente nos moldes esperados pelos usuários da informação contábil, constituindo, assim, um problema, pois a interpretação dos relatórios contábeis e a mensuração da rentabilidade da empresa, por exemplo, tornam-se uma combinação entre avaliar a sua realidade econômica e identificar a natureza dos possíveis ajustes eventualmente realizados (MARTINEZ, 2001).

A maioria das pesquisas que exploram o gerenciamento de resultados tem como foco as manipulações de *accruals*. Consequentemente, o gerenciamento por meio de decisões operacionais (atividades reais) tem sido pouco explorado, principalmente no contexto nacional (MARTINEZ; CARDOSO, 2009; MARTINEZ, 2001, 2009).

Diante disso, definiu-se a seguinte questão norteadora deste estudo: ***Em que medida as empresas componentes do IBrX – Índice Brasil, da BM&FBovespa, gerenciam seus resultados com base em decisões operacionais?***

Assim, o artigo tem por objetivo encontrar evidências que possibilitem verificar em que medida as empresas componentes do IBrX gerenciam seus resultados com base em decisões operacionais, já que são representativas no mercado de ações brasileiro, de modo que suas informações contábeis podem estar contaminadas, gerenciadas, sem apresentar as reais situações econômico-financeiras, levando a decisões equivocadas por parte dos usuários.

Este estudo se justifica do ponto de vista acadêmico, já que explora uma face do gerenciamento de resultados pouco estudada no Brasil, fornecendo evidências do comportamento das empresas brasileiras que podem ser úteis na discussão das

manipulações contábeis que afetam o caixa, o que pode contribuir para deteriorar a *performance* futura das empresas, porquanto os gerentes estão dispostos a sacrificar fluxos de caixa futuros em prol do resultado do período presente (DECHOW; SCHRAND, 2004).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da agência

Para Baptista (2008), a teoria da firma, a teoria da agência e a governança corporativa constituem as bases para a compreensão dos incentivos para a prática de gerenciamento. A empresa como um nexo de contratos, na qual se estabelecem relações de agência, favorece a existência de interesses individuais desalinhados, incentivando a prática de gerenciamento de resultados.

Lambert (2001) afirma que a teoria da agência tem sido um dos paradigmas teóricos mais importantes para a contabilidade nos últimos vinte anos. No modelo simples de agência, a organização é reduzida a duas pessoas: o principal e o agente. O papel do principal é fazer aporte de capital, correr riscos e construir incentivos, enquanto o do agente é tomar decisões em benefício do principal (LAMBERT, 2001).

Uma relação de agência ocorre quando há um contrato sob o qual uma pessoa (ou um grupo), atuando como principal, emprega outra pessoa, o agente, para em seu nome executar um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

O contrato é definido como uma promessa confiável de ambas as partes, em que se procura especificar as obrigações de cada uma delas, para todas as contingências possíveis. Em particular, o contrato inclui os mecanismos de compensação do agente pelo seu esforço, que podem estar atrelados a medidas contábeis ou de mercado (RONEEN; YAARI, 2008). Uma característica importante do contrato é que todas as variáveis nele especificado devem ser passíveis de

verificação por um arbitrador independente (juiz, tribunal, órgão fiscalizador etc.), que garantirá sua execução (STADLER; CASTRILLO, 2009).

Stadler e Castrillo (2009) ressaltam ainda que o contrato tem por objetivo levar o gestor a tomar decisões alinhadas com os interesses do principal. Ainda assim, o contrato pode não resolver todos os conflitos entre as partes. O que é custo para um é receita para o outro: o valor pago é receita para o agente e custo para o principal, enquanto o esforço do agente favorece o principal, mas é oneroso para o agente (STADLER; CASTRILLO, 2009).

Além disso, o comportamento do gestor, durante a vigência do contrato, não é observável pelo principal; ou seja, o nível de esforço do agente não é uma variável verificável, nem pode ser incluída explicitamente no contrato. Esse problema de informação assimétrica é conhecido como risco moral. Ele ocorre quando a ação do agente não é verificável, ou quando o agente recebe informação privada após o início do relacionamento (STADLER; CASTRILLO, 2009).

As informações contábeis podem ser usadas para reduzir essa assimetria, já que quanto maior o esforço do agente, maior a probabilidade de resultados melhores para a empresa. No entanto, conforme afirmam Martinez e Cardoso (2009), por características como incompletude contratual e custos de transação envolvidos, as informações contábeis não seriam capazes de anular toda essa assimetria. Mesmo porque as pessoas que assinam esses contratos possuem necessidades e incentivos distintos, e irão tomar decisões que aumentem sua própria utilidade, podendo se utilizar da liberdade permitida na legislação para atingir seus interesses privados (NARDI; NAKAO, 2009).

Desse modo, segundo Lopes e Martins (2012), a possibilidade de exercer discricionariedade permite aos administradores liberdade na mensuração do resultado da empresa, o que é conhecido como gerenciamento de resultados. As decisões empresariais que envolvem escolhas contábeis ou decisões operacionais baseadas na lei e nas suas convicções podem sofrer certa discricionariedade, refletindo-se nos relatórios contábeis e, por conseguinte, nas informações contábeis (VERHAGEM; SANTOS; BEZERRA, 2011).

Para Dechow e Schrand (2004), os resultados (lucros ou prejuízos) refletem o desempenho atual, são úteis para prever o desempenho futuro e servem para obter

o valor intrínseco de uma empresa. No entanto, concluem as autoras, o gerenciamento de resultados diminui a qualidade informacional.

2.2 Gerenciamento de resultados

O tema gerenciamento de resultados (*earnings management*) tem conquistado relevância na pesquisa em contabilidade, principalmente porque as escolhas feitas pelos gestores para influenciar a informação contábil divulgada pela empresa podem não representar a realidade dos negócios, afetando as decisões daqueles que utilizam essas informações (MARTINEZ, 2001).

O gerenciamento de resultados

(...) ocorre quando gestores usam o julgamento nos relatórios financeiros e nas transações estruturais para alterar os relatórios financeiros, querendo enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa ou influenciar os contratos que dependem dos números contábeis divulgados (HEALY; WAHLEN, 1999, p. 368).

Paulo (2007) classifica as manipulações de informações em (i) gerenciamento de resultados através de escolhas contábeis, (ii) gerenciamento de resultados através de decisões operacionais e (iii) manipulação classificatória das demonstrações contábeis. Essas escolhas não necessariamente decorrem exclusivamente da manipulação formal das contas de resultado. Para o autor, as decisões que alteram as práticas operacionais normais também modificam os números contábeis e afetam a percepção dos interessados na firma em relação ao seu desempenho e cumprimento de contratos.

O conjunto de decisões operacionais compreende escolhas contábeis reais, que afetam o caixa da empresa, e têm sido denominadas, na literatura estrangeira, como gerenciamento de resultados por meio da manipulação de atividades reais (ROYCHOWDHURY, 2006), gerenciamento de resultados reais (GUNNY, 2010) e manipulação real (ZANG, 2012).

As decisões que afetam o caixa são exemplificadas na literatura nacional e estrangeira como aquelas que incluem (i) aumento das receitas de vendas, pela aceleração do processo de vendas e/ou geração de vendas insustentáveis através de aumento dos descontos (temporários) sobre o preço ou diminuição das restrições de crédito aos clientes; (ii) diminuição das receitas, pela postergação do envio de

vendas já realizadas; (iii) redução dos custos dos produtos vendidos, através do aumento dos níveis de produção (economia de escala), fazendo com que os resultados contábeis aumentem no período; e (iv) redução dos gastos com pesquisa e desenvolvimento, treinamento, manutenção do parque fabril, despesas com vendas e administrativas e despesas com publicidade (FIELDS; LYZ; VINCENT, 2001; MARTINEZ, 2001; ROYCHOWDHURY, 2006; PAULO, 2007; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; GUNNY, 2010; ZANG, 2012).

Roychowdhury (2006) define a manipulação de atividades reais como as ações de gestão que se afastam das práticas de negócios consideradas normais, cujo objetivo principal é atender certas limitações de ganho da empresa. Em outras palavras, a manipulação de atividades reais é reputada como um desvio das práticas operacionais, motivado pelo desejo dos gestores de enganar alguns *stakeholders*, os quais acreditam que determinadas metas apresentadas nos relatórios financeiros foram cumpridas no curso normal das operações da empresa.

Martinez e Cardoso (2009) observam que o gerenciamento de resultados deriva, simplesmente, de escolhas de práticas contábeis ou de decisões operacionais com o propósito de elaborar relatórios e divulgar números contábeis diferentes daqueles que seriam elaborados e divulgados sem a adoção de tais práticas e/ou a tomada de tais decisões. Importa ressaltar que a manipulação de resultados não necessariamente contribui para aumentar o valor da firma, embora permita aos gerentes atingir alguns objetivos predeterminados (ROYCHOWDHURY, 2006). Portanto, se o objetivo é evidenciar determinada situação econômico-financeira, isso pode ser feito mediante decisões contábeis e decisões operacionais.

A grande maioria dos estudos que exploram o gerenciamento de resultados tem como foco as acumulações discricionárias, tanto em contexto nacional como em contexto internacional. Novas abordagens que explorem o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais ainda são incipientes no contexto nacional, o que torna necessárias novas pesquisas (MARTINEZ; CARDOSO, 2009).

2.3 Estudos anteriores

Algumas evidências de gerenciamento de resultados no contexto

internacional são apontadas em estudos como o de Zang (2012), que aborda a preferência dos gestores entre decisões operacionais e decisões contábeis, analisando se empresas que possuem sistema contábil menos flexível utilizam decisões operacionais com mais intensidade. O estudo compreendeu o período de 1988 a 2003, utilizando empresas norte-americanas não financeiras, e encontrou evidências de que os gestores utilizam decisões contábeis e decisões operacionais como substitutas, mas mudam de estratégia quando as regras contábeis são mais rígidas.

Da mesma forma, Gunny (2010) utilizou uma amostra de empresas norte-americanas não financeiras no período de 1988 a 2000, para examinar as consequências de quatro tipos de gerenciamento de resultados reais, a saber: (i) redução do investimento em pesquisa e desenvolvimento, para aumentar o resultado; (ii) redução das despesas com vendas, gerais e administrativas, para aumentar o resultado; (iii) o momento de reconhecimento de receitas provenientes da alienação de ativos; e (iv) redução dos preços para impulsionar as vendas no período corrente e ou superprodução, com o objetivo de diminuir o custo dos produtos vendidos. Seus resultados são consistentes com os quatro tipos de gerenciamento reais, os quais influenciam negativamente as atividades operacionais futuras das empresas estudadas.

Roychowdhry (2006) encontrou evidências consistentes de que os gestores manipulam as atividades reais (relacionadas com vendas, nível de produção e despesas discricionárias), para evitar perdas. Especificamente, encontrou evidências sugerindo que os gestores concedem descontos para temporariamente aumentar as vendas; elevar o nível de produção, para relatar menor custo das mercadorias vendidas; e reduzir as despesas discricionárias, para melhorar as margens de lucro. Suas conclusões se basearam em todas as empresas da base de dados Compustat do período de 1987 a 2001, com dados suficientes para calcular as variáveis necessárias ao estudo, excluindo as empresas financeiras e indústrias reguladas, por apresentarem características contábeis específicas.

Taylor e Xu (2010) utilizaram os modelos usados por Roychowdhury (2006) e Cohen, Dey e Lys (2008) para identificar as empresas norte-americanas não financeiras, no período de 1988 a 2003, que poderiam ter se envolvido em

gerenciamento de resultados reais. Os autores investigaram se esse gerenciamento é regular ou ocasional e se esse tipo de gerenciamento pode levar a um declínio significativo do desempenho operacional subsequente. Os resultados demonstraram que as empresas identificadas como gerenciadoras de resultados através das decisões operacionais não apresentaram declínio significativo no desempenho operacional subsequente. Além disso, evidenciaram que, de todas as empresas identificadas como engajadas no gerenciamento de resultados por meio de decisões reais, 88% manipularam suas atividades operacionais apenas uma ou duas vezes durante o período de estudo. Esses resultados sugerem que o gerenciamento de resultados por meio das operações das empresas ocorre só ocasionalmente (TAYLOR; XU, 2010).

Cohen e Zarowin (2010) investigaram a manipulação de resultados através de decisões operacionais e acumulação discricionária em empresas norte-americanas próximas ao *Seasoned Equity Offerings* (SEO) no período de 1987 a 2006, e comprovaram que elas utilizam manipulação de resultados próximos e no período de SEO e reverterem essas decisões logo após atingirem seus objetivos. Os autores afirmam que uma das razões para que os executivos prefiram gerenciar lucros por meio de atividades reais é que as acumulações discricionárias são mais fáceis de detectar por empresas de auditoria e órgãos reguladores do que o gerenciamento através de decisões operacionais, como os relacionados com os preços dos produtos, produção e despesas com pesquisa ou publicidade.

No contexto nacional, Martinez e Cardoso (2009) realizaram uma pesquisa sobre gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, analisando empresas não financeiras com ações negociadas na BM&FBovespa no período de 1998 a 2004, e encontraram evidências significativas de que elas, generalizadamente para toda a amostra, utilizam tanto o gerenciamento das despesas de vendas, gerais e administrativas, quanto o gerenciamento dos níveis de produção. Outra contribuição importante deste estudo se refere ao fato de que as empresas que utilizam despesas de vendas, gerais e administrativas para gerenciar os resultados, também utilizam acumulações discricionárias, ao passo que não gerenciam os níveis de produção quanto utilizam tais acumulações, salvo nos setores de mineração, petróleo e gás e siderurgia e metalurgia.

Verhagem, Santos e Bezerra (2011) investigaram evidências do gerenciamento de resultados contábeis mediante decisões operacionais nas indústrias brasileiras abertas do setor de siderurgia e metalurgia, bem como analisaram se nessas empresas a governança corporativa é um incentivo para tal prática de gerenciamento. Adotando os modelos econométricos propostos por Anderson *et al.* (2003) e Roychowdhury (2006), verificaram que as indústrias examinadas, *a priori*, gerenciam seus resultados contábeis por meio de decisões operacionais. Além disso, os achados da pesquisa apontam que a governança corporativa é tida como um contraíntentivo para o gerenciamento de resultados por meio das decisões operacionais relativas a despesas com vendas, gerais e administrativas. Contudo, no tocante às despesas operacionais, quando relacionadas aos níveis de produção, a governança corporativa nas indústrias analisadas é uma forma de incentivo para o gerenciamento de resultados.

Rey (2012) avaliou o impacto da lei Sarbanes-Oxley (SOX) no gerenciamento de resultados, tanto mediante decisões operacionais quanto por escolhas contábeis, das empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) dos níveis 2 e 3, no período de 1997 a 2009. Os resultados obtidos não permitem afirmar que a implantação da SOX tenha impactado na estratégia de gerenciamento das empresas brasileiras detentoras de ADRs. Observou-se ainda que as empresas utilizam o gerenciamento mediante escolhas contábeis e o gerenciamento baseado em decisões operacionais de maneira complementar.

3 METODOLOGIA

Com finalidade descritiva, o presente estudo se classifica como documental com abordagem quantitativa (VERGARA, 2003; MARTINS; THEÓPHILO, 2009; RICHARDSON, 2012). Os documentos utilizados para extrair as informações necessárias ao estudo foram as demonstrações contábeis disponibilizadas no Economática®. A abordagem quantitativa se deu pelo uso de procedimentos estatísticos, como a análise descritiva dos dados, por meio de tabelas, além da utilização de modelos de regressão com dados em painel.

Diferentemente da abordagem de Martinez e Cardoso (2009), que utilizaram todas as empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 1998 a 2004, este

estudo foi realizado apenas com os dados das empresas componentes da carteira do IBrX, no período de 2007 a 2011. Optou-se por esse período pelo fato de serem necessárias informações relacionadas à Demonstração do Fluxo de Caixa.

A amostra reuniu as empresas mais representativas do mercado de ações brasileiro, já que, no IBrX estão as 100 ações mais líquidas em termos de número de negócios e volume financeiro. Em empresas com alta demanda por suas ações, o gerenciamento de resultados pode influenciar as decisões dos investidores.

Outra diferença deste estudo, em relação aos já realizados no Brasil, está na utilização de dados em painel para estimação dos modelos. Uma das vantagens da estimação com dados em painel é considerar a heterogeneidade individual, sugerindo a existência de características diferenciadoras dos indivíduos que podem não ser constantes ao longo do tempo, de tal forma que estudos temporais ou seccionais não seriam capazes de captá-las (MARQUES, 2000). Além disso, os dados em painel podem detectar e medir efeitos melhor do que as observações de corte transversal ou séries temporais puras, permitindo estudar modelos mais complexos e enriquecendo a análise empírica do problema em questão (GUJARATI, 2006).

3.1 Hipóteses

A proposição deste estudo foca nas seguintes situações: (i) aumento das receitas de vendas, pela aceleração do processo de vendas e/ou geração de vendas insustentáveis, através de aumento dos descontos (temporários) sobre o preço ou diminuição das restrições de crédito aos clientes; e (ii) redução dos custos dos produtos vendidos, através do aumento dos níveis de produção (economia de escala), fazendo com que os resultados contábeis aumentem no período.

Assim, com base na teoria e nas proposições estabelecidas, formulam-se as seguintes hipóteses:

H₁: As empresas componentes do IBrX, da BM&FBovespa, no período de 2007 a 2011, manipulam suas informações contábeis mediante decisões operacionais relacionadas com o aumento no volume de vendas.

H₂: As empresas componentes do IBrX, da BM&FBovespa, no período de 2007 a 2011, manipulam suas informações contábeis mediante decisões operacionais relacionadas com o nível de produção.

3.2 Modelos econométricos

Foram utilizados os modelos econométricos desenvolvidos por Dechow, Kothari e Watts (1998) e implementados por Roychowdhury (2006). Esses modelos foram também utilizados por autores como Gunny (2010), Zang (2012), Paulo (2007), Martinez e Cardoso (2009), Taylor e Xu (2010), Cohen e Zarowin (2010) e Verhagem, Santos e Bezerra (2011). De acordo com Paulo (2007), esses modelos levam em consideração algumas variáveis das demonstrações contábeis, que possam representar certos níveis das atividades operacionais das respectivas empresas. O erro da estimativa representa um nível anormal das atividades reais da empresa, sendo, dessa forma, uma *proxy* do gerenciamento por meio de decisões operacionais (PAULO, 2007).

A concessão de descontos nos preços ou condições de crédito mais facilitadas pode favorecer um aumento temporário no volume de vendas, impulsionando os resultados do período, assumindo-se que as margens são positivas. No entanto, a concessão de descontos nos preços ou condições de crédito mais facilitadas irão resultar em menor fluxo de caixa no período corrente (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; DEY; LYS, 2008). Assim, para apurar os níveis normais do fluxo de caixa operacional e medir os níveis de gerenciamento de resultados relacionados com o aumento no volume de vendas, foi utilizada a Equação 1.

As variáveis em análise neste estudo estão padronizadas pelo Ativo Total do início do período, como forma de amenizar problemas de heterocedasticidade inerentes à estimação com os dados em painel (GUJARATI, 2006).

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$FCO_{i,t-1}$ = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período $t-1$;

$A_{i,t-1}$ = Ativo Total da empresa i no período $t-1$;

$RL_{i,t}$ = Receita Líquida da empresa i no período t ;

ΔRL_{it} = Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação ao t ;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Coeficientes estimados do modelo

De acordo com Roychowdhury (2006), um aumento anormal no nível de produção diminuiria os custos fixos por unidade, já que os custos fixos serão rateados por uma maior quantidade de unidades. Enquanto a redução dos custos fixos por unidade não é compensada por um aumento no custo marginal por unidade, diminui o custo total por unidade. Isso diminui o custo reportado dos produtos vendidos (CPV), e a empresa pode informar maiores margens operacionais (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; DEY; LYS, 2008). Dessa forma, para medir os níveis de gerenciamento de resultados relacionados com os níveis de produção, foi utilizada a Equação 2. Espera-se que todos os coeficientes desse modelo sejam positivos, pois pressupõe-se que as vendas e os níveis de produção aumentem na mesma proporção (MARTINEZ; CARDOSO, 2009; VERHAGEM; SANTOS; BEZERRA, 2011).

$$\frac{PROD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta RL_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta RL_{it-1}}{A_{i,t-1}} + c_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

$PROD_{i,t}$ = Custo dos Produtos Vendidos + Variação dos Estoques, da empresa i no período t ;

$A_{i,t-1}$ = Ativo Total da empresa i no período $t-1$

$RL_{i,t}$ = Receita Líquida da empresa i no período t ;

$\Delta RL_{i,t}$ = Variação na Receita Líquida da empresa i do período t em relação a $t-1$

$\Delta RL_{i,t-1}$ = Variação na Receita Líquida da empresa i do período $t-1$ em relação a $t-2$

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Coeficientes Estimados do Modelo

t = trimestre

Roychowdhury (2006) considera que os níveis normais do Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e o Nível de Produção (PROD) são estimados pelas Equações 1 e 2, respectivamente. A diferença entre os valores observados de FCO e PROD e os valores estimados pelos coeficientes das duas citadas equações são considerados *proxies* de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, resultando em AFCO e APROD, respectivamente.

As empresas que apresentam AFCO negativo e/ou APROD positivo têm mais probabilidade de gerenciar para aumentar os resultados (*income increasing*). Ao contrário, sinalizam decisões operacionais no sentido de diminuir os resultados (*income decreasing*) (ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; COHEN; ZAROWIN, 2010). No entanto, considera-se que basear a análise apenas no sinal dessas *proxies* de gerenciamento de resultados pode não contribuir para responder às hipóteses formuladas. Assim, no intuito de subsidiar as análises, será aplicado o teste de Wilcoxon para diferença de medianas das variáveis AFCO e APROD. Caso as medianas dessas variáveis sejam nulas, serão rejeitadas as hipóteses formuladas neste estudo.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estimação dos modelos

Os modelos de regressão utilizando dados em painel podem ser estimados de três formas: o de coeficiente constante, o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Para captar estatísticas mais consistentes e eficientes, foram estimados os três modelos e realizados testes específicos para escolha daquele que oferecia mais robustez nos resultados das regressões. O teste de Chow foi utilizado para escolher entre coeficientes constantes e efeitos fixos, enquanto o teste de Breusch e Pagan teve por objetivo escolher entre coeficientes constantes e efeitos aleatórios. O teste de Hausman foi utilizado para se avaliar entre modelos com efeitos fixos e aleatórios. Além desses, foram realizados o teste de Wooldridge, para se verificar

problemas de autocorrelação serial, e o teste de Wald, para se avaliar a heterocedasticidade.

A Tabela 1 apresenta os testes de validação dos modelos e os resultados das regressões estimadas para a Equação 1 – FCO e a Equação 2 – PROD, utilizando dados em painel, no período de 2007 a 2011, para as empresas componentes do IBrX. Ressalta-se que para a Equação 1 – FCO, foram utilizadas 53 empresas por ano, enquanto para a Equação 2 – PROD, foram utilizadas 58 empresas por ano. Isso se deve ao fato de que, em 2007, nem todas as empresas divulgaram a DFC, a qual só viria a se tornar obrigatória em 2008. Além disso, será adotado o nível de significância de 5% para as análises estatísticas acerca dos testes e dos coeficientes dos modelos.

Tabela 1 – Parâmetros das Equações 1 e 2 – Níveis Normais de FCO e PROD

Variáveis	Modelo FCO – Equação 1 ¹	Modelo PROD – Equação 2 ¹
Intercepto	-0,00002	-0,2031(*)
$1/A_{it-1}$	-33.515,43(*)	--38.959,68(*)
RL_{it-1}/A_{it-1}	0,2566(*)	0,6057(*)
$\Delta RL_{it}/A_{it-1}$	-0,1419(*)	0,1430(*)
$\Delta RL_{it-1}/A_{it-1}$		-0,0096
Testes dos modelos com efeitos fixos para análise dos resultados		
Teste de Chow	F = 7,70 (*)	F = 26,40 (*)
Teste de Breusch e Pagan	$\chi^2 = 139,85(*)$	$\chi^2 = 323,65(*)$
Teste de Hausman	$\chi^2 = 7,05(*)$	$\chi^2 = 17,68(*)$
Teste de Wooldridge (Autocorrelação)	F= 6,57 (*)	F= 7,90 (*)
Teste de Wald Modificado (Heterocedasticidade)	$\chi^2 = 1,3e+05 (*)$	$\chi^2 = 2,4e+05 (*)$
Teste de Wald (Similar ao Teste F)	$\chi^2 = 2.896,31 (*)$	$\chi^2 = 63.522,69(*)$
Número de Observações	265	290
Variável Dependente	$FCO_{it}/A_{i,t-1}$	$PROD_{it}/A_{i,t-1}$

RL = Receita Líquida; ΔRL = Variação da Receita Líquida; FCO = Fluxo de Caixa Operacional; A = Ativo.

¹Modelo Estimado por Mínimos Quadrados Generalizados robusto perante Heterocedasticidade e Autocorrelação

(*) Significativo a 1%.

Fonte: Resultados da pesquisa

De acordo com os resultados dos testes apresentados na Tabela 1, principalmente o Teste de Hausman, os modelos para estimação dos níveis normais do Fluxo de Caixa (FCO) e dos níveis normais de produção (PROD) foram

estimados por Mínimos Quadrados Generalizados, robustos no tocante a heterocedasticidade e autocorrelação, adotando efeitos fixos entre as empresas (GUJARATI, 2006).

Além dos testes de validação dos modelos, a Tabela 1 apresenta os resultados das regressões estimadas para a Equação 1 – FCO e a Equação 2 – PROD, utilizando dados em painel, no período de 2007 a 2011, para as empresas componentes do IBrX.

Os coeficientes β_2 e β_3 da regressão que estima os níveis normais de FCO são estatisticamente significativos ao nível de 1%, o que permite inferir que influenciam a variável dependente. A receita líquida, representada pelo β_2 , impacta positivamente no FCO das empresas listadas no IBrX, no período de 2007 a 2011, em 0,2566, significando dizer que uma variação positiva na receita líquida repercutirá positivamente em 0,2566 no FCO. Por outro lado, a variação da receita líquida apresentou um coeficiente negativo de -0,1419, reforçando a ideia de que uma variação positiva nas vendas, advindas da concessão de descontos nos preços ou condições de crédito mais facilitadas, resultam em menor FCO no período corrente, conforme (ROYCHOWDHURY, 2006; COHEN; DEY; LYS, 2008). Esses resultados são similares aos encontrados por Roychowdhury (2006), diferenciando-se quanto ao sinal do coeficiente β_3 do modelo. No entanto, são condizentes com o estudo de Rey (2012).

Os coeficientes β_2 e β_3 da regressão que estima os níveis normais de produção (Equação 2) são significativos ao nível de significância de 1%, deixando evidências que permitem inferir sobre sua influência no nível normal de produção das empresas da amostra. A receita líquida do período e a sua variação, representadas por β_2 e β_3 , influenciam positivamente o nível de produção das empresas da amostra, em 0,6057 e 0,1430, respectivamente.

Esses resultados são idênticos aos encontrados por Martinez e Cardoso (2009), que, reportando coeficientes médios entre os setores estudados, encontraram sinais positivos para as referidas variáveis. Também são condizentes com os estudos de Roychowdhury (2006), Gunny (2010) e Rey (2012). Verhagem, Santos e Bezerra (2011) encontraram resultados negativos para β_3 .

A variação da receita líquida do período anterior, representada por β_4 , não se mostrou significativa. Esse resultado não corrobora Roychowdhury (2006), Martinez e Cardoso (2009), Gunny (2010) e Rey (2012). Ressalta-se que a diferença encontrada em relação ao coeficiente pode ser devida ao modelo de estimação empregado neste estudo: dados em painel. Nesse tipo de estimação, os coeficientes podem ser calculados considerando os efeitos individuais de cada empresa, caso desse estudo. Isso pode ter influenciado os resultados diferentes.

A partir desses coeficientes, foi possível estimar os níveis normais de FCO e PROD, e compará-los com os níveis observados das referidas variáveis.

4.2 Estatísticas descritivas das variáveis

As estatísticas descritivas das variáveis referentes às *proxies* de gerenciamento de resultados, bem como de outras variáveis que delineiam as características das empresas que compõem este estudo, são mostradas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variáveis	MÉDIA	DP	Q1	MEDIANA	Q3
<i>Proxies</i> de gerenciamento					
AFCO	-0,0002	0,0923	-0,0326	0,0048	0,0371
APROD	0,0003	0,0769	-0,0262	-0,0005	0,0218
ATIVO TOTAL (R\$ mil)	32.553.742	83.309.135	4.011.300	11.101.318	22.475.955
CPV (R\$ mil)	8.593.255	18.894.874	1.300.617	2.749.777	7.488.273
RECEITA LÍQUIDA (R\$ mil)	13.557.030	28.999.759	2.355.669	5.013.347	13.051.323
FCO (R\$ mil)	2.942.401	8.313.611	106.244	961.575	2.061.727

Fonte: Resultados da Pesquisa.

As estatísticas mostradas na Tabela 2 fornecem evidências preliminares de que as empresas componentes do IBrX, no período de 2007 a 2011, parecem gerenciar os resultados contábeis no sentido de diminuí-los, utilizando o FCO. Isso parece ocorrer em mais de 50% das empresas, já que a mediana de AFCO foi positiva em 0,0048. Da mesma forma, os níveis de produção parecem ser utilizados para diminuir os resultados contábeis, pois a mediana de APROD foi negativa em 0,0005.

Comparando essas estatísticas descritivas com outros estudos que avaliaram o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais, observa-se que o resultado positivo de AFCO deste estudo é similar aos encontrados por Cohen, Dey e Lys (2008), Cohen e Zarowin (2010) e Rey (2012). O resultado negativo de APROD, evidenciado nesta pesquisa, corrobora os resultados encontrados nos estudos de Zang (2012), Cohen, Dey e Lys (2008), Martinez e Cardoso (2009) e Cohen e Zarowin (2010), os quais reportaram resultados negativos. Os resultados diferentes apontados neste estudo podem ser devidos a fatores como tamanho da amostra, período utilizado e características específicas das empresas.

No entanto, essas análises não fornecem evidências estatísticas de que as empresas componentes do IBrX, no período de 2007 a 2011, utilizaram as decisões operacionais relacionadas aos níveis de produção e o aumento no volume das vendas para gerenciar os resultados contábeis. A Tabela 3 apresenta o teste de diferença de medianas das variáveis AFCO e APROD como suporte estatístico para testar as hipóteses formuladas.

Tabela 3 – Teste de Wilcoxon para diferença de mediana

H. Nula	H. Alternativa	Estatística z	Probabilidade	Rejeita/Não Rejeita
AFCO = 0	AFCO ≠ 0	0,582	0,5607	Não Rejeita
APROD = 0	APROD ≠ 0	-0,462	0,6440	Não Rejeita

AFCO = Resíduo da Equação 1; APROD = Resíduo da Equação 2.

Fonte: Resultados da pesquisa

Um AFCO negativo/positivo comprova que as empresas da amostra estão engajadas em gerenciar os resultados no intuito de aumentá-los/diminuí-los (ROYCHOWDHURY, 2006; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; COHEN; ZAROWIN, 2010; ZANG, 2012). Isso significa que aumentar ou diminuir as vendas, para gerenciar o resultado contábil pode impactar o fluxo de caixa de forma negativa ou positiva.

Dessa forma, o objetivo é verificar se os valores de FCO são diferentes dos estimados pela Equação 1, ou simplesmente se o nível anormal (AFCO) é diferente de zero. Como se pode observar na Tabela 4, os níveis anormais de FCO não são diferentes de zero, estatisticamente. Ou seja, não há diferenças estatísticas entre o FCO observado na Demonstração de Fluxo de Caixa e o FCO estimado pela

Equação 1. Assim, há evidências estatísticas para rejeitar a primeira hipótese deste estudo. Ou seja, *as empresas componentes do IBrX, da BM&FBovespa, no período de 2007 a 2011, não manipularam suas informações contábeis mediante decisões operacionais relacionadas com aumento no volume de vendas.*

Da mesma forma, um APROD positivo/negativo comprova que as empresas da amostra estão engajadas em gerenciar os resultados no intuito de aumentá-los/diminuí-los (ROYCHOWDHURY, 2006; ZANG, 2012; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; COHEN; ZAROWIN, 2010). Isto é, aumentar ou diminuir os níveis de produção para afetar os custos dos produtos/serviços vendidos, para diminuir ou aumentar o resultado contábil.

Dessa forma, o objetivo é verificar se os valores de PROD são diferentes dos estimados pela Equação 2, ou se simplesmente o nível anormal (APROD) é diferente de zero. Como se pode observar na Tabela 3, os níveis anormais de produção não são diferentes de zero, estatisticamente. Ou seja, não há diferenças estatísticas entre o nível de produção observado e o nível de produção estimado pela Equação 2. Assim, há evidências estatísticas para rejeitar a segunda hipótese deste estudo. Ou seja, *as empresas componentes do IBrX, da BM&FBovespa, no período de 2007 a 2011, não manipularam suas informações contábeis mediante decisões operacionais relacionadas com o nível de produção.*

Em resumo, as empresas componentes do IBrX, listadas na BM&FBovespa, no período de 2007 a 2011, não gerenciaram seus resultados mediante utilização de decisões operacionais que impactam o fluxo de caixa operacional e os níveis de produção. O gerenciamento do volume de vendas pode ser dificultado pelo regime tributário existente no Brasil, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos da América, por exemplo. Além disso, a utilização dos níveis de produção para gerenciar os resultados pode ser dificultada pela complexidade das decisões dos gestores relacionadas à capacidade produtiva, aspectos macroeconômicos etc. Nesse período, também, os mecanismos de mitigação dos problemas de agência, presentes nessas organizações, podem ter dificultado a adoção desse tipo de gerenciamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo buscar evidências do gerenciamento de resultados contábeis por meio de dois tipos de decisão operacional que afetam o fluxo de caixa das empresas: o volume de vendas e o nível de produção. Para isso, utilizou-se uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto de maior liquidez na BM&FBovespa, ou seja, as componentes do IBrX.

Os resultados mostraram que essas decisões não são utilizadas para gerenciar o resultado contábil. As evidências estatísticas apontaram que tais empresas não utilizam essas decisões para aumentar ou reduzir os resultados. Esses resultados podem sugerir que os problemas de agência, presentes nessas organizações, podem ter sido mitigados, inibindo a utilização dessas decisões para gerenciar os resultados contábeis. Além disso, a manipulação dos *accruals* contábeis pode ter sido preferida em relação às decisões operacionais, já que aqueles são menos agressivos às informações financeiras e não influenciam a estrutura operacional das empresas.

Neste estudo, os resultados não permitiram evidenciar os interesses em gerenciar os resultados contábeis, conforme Martinez e Cardoso (2009). No entanto, o gerenciamento encontrado pelos autores pode ter sido circunstancial, devido a um momento específico vivenciado pelas empresas, ou a uma especificidade do setor. Ressalta-se que a manipulação dos resultados por decisões reais, apesar de não violar os princípios contábeis, nem ser objeto de opinião qualificada de auditoria, pode impactar na qualidade dos resultados e ter efeito devastador no desempenho futuro das empresas, pela antecipação de fluxos de caixa futuros (DECHOW; SCHRAND, 2004). Assim, os resultados apresentados neste estudo ajudam a contabilidade a transmitir confiabilidade aos seus usuários.

Para pesquisas futuras, sugere-se identificar as motivações para a prática de gerenciamento, além de outras variáveis contábeis, como o gerenciamento das despesas com vendas, gerais e administrativas; os gastos com pesquisa e desenvolvimento; e o momento de realizar investimentos que podem ser utilizados para gerenciar o resultado contábil. Além disso, pode-se utilizar outros modelos

econométricos, bem como aplicá-los em outra amostra de empresas ou aumentar o período de estudo.

Sugere-se também avaliar o impacto da manipulação real dos resultados contábeis na qualidade da informação disponibilizada para o mercado, que afeta o valor de mercado da empresa, especialmente se se considerar os reflexos nos fluxos de caixa futuros. Torna-se interessante identificar se a remuneração dos administradores e o nível de governança a que se sujeitam, com controle de tamanho, desempenho, nível de manipulação e segmento econômico, podem ser determinantes ou discriminantes para o gerenciamento dos resultados contábeis.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, M. C.; BANKER, R. D.; JANAKIRAMAN, S. N. Are selling, general, and administrative costs “sticky”? **Journal of Accounting Research**, v. 41 n. 1, p. 47-63, 2003.

BAPTISTA, E. M. B. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 2008. 303 f. Tese (Doutorado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

COHEN, D. A.; DEY, A.; LYS, T. Z. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. **The Accounting Review**, 83, p. 757-787, 2008.

_____; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 50, p. 2-19, 2010.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relations between earnings and cash flows. **Journal of Accounting & Economics**, n. 25, p. 133-168. 1998.

_____; SCHRAND, C. M.; **Earnings quality**. Research Foundation of CFA Institute, 2004.

FIELDS, T. D.; LYZ, T. Z.; VINCENT L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, 31, p. 255-307, 2001.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2006.

GUNNY, A. K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, 27, p. 855-888, 2010.

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

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LAMBERT, R. A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, 32, p. 3-87, 2001.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2012.

MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Porto: Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão da Faculdade de Economia do Porto, out. 2000. Disponível em:
<<http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers>>. Acesso em: 22 jan. 2013.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 154 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.

_____; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **Revista Eletrônica de Administração**, UFRGS, Rio Grande do Sul, ed. 64, v. 15, n. 3, set./dez. 2009.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 77-100, 2009.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 260 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

REY, J. M. Gerenciamento de resultados baseado em escolhas contábeis e por decisões operacionais: estudo do impacto da lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs. *In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO*, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

RONEEN, J.; YAARI, V. **Earnings management – emerging insights in theory, practice, and research**. Springer Series in Accounting Scholarship, 2008.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, 42, p. 335-370, 2006.

STADLER, I. M.; CASTRILLO, J. D. P. **An introduction to the economics of information – incentives and contracts**. Second Edition, Oxford University Press, New York, 2009.

TAYLOR, G., K.; XU, R. Z. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance. **Research in Accounting Regulation**, 22, p. 128-132, 2010.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VERHAGEM, J. A.; SANTOS, P. S. A.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de resultados contábeis por meio de decisões operacionais e a governança corporativa: análise nas indústrias siderúrgicas e metalúrgicas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, p. 55-74, 2011.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, v. 53, n.1, p. 112-134, 1978.

ZANG, A. Y. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. **The Accounting Review**, v. 87, n. 42, p. 675-703, 2012.



Artigo recebido em 29/04/2014 e aceito para publicação em 08/08/2014