

# Emissão de Dívida e Gerenciamento de Resultados\*

## Debt Issues and Earnings Management

**Bianca Piloto Sincerre**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de Estudos Pós-Graduados em Administração, São Paulo, SP, Brasil

**Joelson O. Sampaio**

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

**Rubens Famá**

Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

**José Odálio dos Santos**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Departamento de Administração, São Paulo, SP, Brasil

Recebido em 08.02.2015 – Desk Aceite em 24.03.2015 – 5ª versão aprovada em 12.03.2016.

### RESUMO

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

**Palavras-chave:** gerenciamento de resultados, debênture, mercado de capitais.

### ABSTRACT

*The aim of this paper is to analyze earnings management (EM) surrounding debenture issues of companies listed on the BM&FBOVESPA. EM is an intentional intervention in external financial reports in order to obtain some private gain. This practice is especially important at the time of issuing debentures because if earnings are inflated, investors may pay an artificially high price. To measure earnings management, current discretionary accruals were used as a proxy, based on the Modified Jones and Modified Jones with ROA econometric models. All of the regressions considered the fixed effects of the companies and the time series effects of the analyses. Evidence was found that companies inflate their financial results in the issuing period in order to positively influence their investors. The results suggest that there is EM in the quarter preceding the issue ( $t = -1$ ), indicating the influence that investors may have been under when making the decision to invest in debentures from these companies. In addition, it was verified that companies with higher debt, profitability, and sales growth ratios have higher levels of earnings management. The reputation of the auditor was not statistically significant regarding reductions in the level of management. The results also show that companies listed on Level II and New Market had higher levels of management when considering the Modified Jones with ROA model. Therefore, it can be concluded that there is a greater level of earnings management in companies that issue debentures in the period preceding the event. Finally, the variable that is directly related to the level of earnings management is sales growth.*

**Keywords:** earnings management, debenture, capital market.

\*Trabalho apresentado no XV Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, SP, Brasil, julho de 2015.

## 1 INTRODUÇÃO

Os relatórios contábeis das empresas contêm informações de natureza financeira e econômica, as quais podem sofrer ajustes praticados pelos gestores. Há pessoas com necessidades e incentivos distintos, que podem utilizar a liberdade permitida em lei para atingir interesses particulares. A possibilidade de exercer discricionariedade permite aos gestores liberdade na mensuração do resultado contábil da empresa, o qual é conhecido como Gerenciamento de Resultados (GR). Essas intervenções nos resultados ocorrem dentro das normas e princípios contábeis, com base na flexibilidade quanto à escolha de determinados procedimentos contábeis.

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

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

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

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

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

Martinez (2001) trouxe importantes contribuições a

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

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

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

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

Este tema vem sendo cada vez mais desenvolvido e publicado em periódicos internacionais, expandindo seu interesse para acadêmicos nacionais, tanto sob a ótica teórica quanto sob a observação empírica. Entretanto, existem algumas lacunas nesses estudos em âmbito nacional. Uma delas é analisar a relação do gerenciamento de resultados com o processo de emissão de títulos de dívida (debêntures).

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

Gerenciar os resultados das empresas para melhorá-los pode conduzir os usuários das informações financeiras a uma análise equivocada sobre o seu verdadeiro desem-

penho econômico-financeiro. Este estudo pode fornecer evidências de que os gestores estejam inflando os resultados das companhias no período de emissão de debêntures, mascarando o real desempenho das empresas.

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

Com isso, o presente artigo estuda a dinâmica do gerenciamento de resultados por ocasião do evento de emissão de títulos de dívidas (debêntures) das empresas listadas na BM&FBOVESPA, tendo por objetivo principal avaliar a prática de GR em períodos de emissão de títulos de dívida, além de identificar em qual período da emissão da debênture esta intervenção é realizada. Portanto, o estudo não se limita a verificar se ocorre mais ou menos GR

em empresas emissoras e não emissoras de debêntures.

Após sucinta revisão de alguns estudos importantes para o tema proposto, torna-se evidente que a prática de gerenciar resultados afeta a qualidade dos lucros, mascarando transações econômicas subjacentes. Quando os mecanismos de controle (auditores, órgãos reguladores, entre outros) são deficientes, surgem oportunidades para os gestores manipularem os resultados com o intuito de atingir metas em relação ao resultado reportado, tais como atender à expectativa de analistas, evitar perdas, manter a tendência de crescimento, ou “suavizar” o nível dos lucros reportados (Healy & Wahlen, 1999).

Dessa forma, o estudo pode auxiliar os diversos *stakeholders*, no sentido de identificar possíveis práticas de GR. Companhias que possuem resultados menos voláteis dão maior segurança ao usuário, tornando-as de menor risco, melhorando a relação risco-retorno e, por consequência, valorizando-as. Além disso, o gerenciamento de resultados contábeis pode ser visto como uma prática que prejudica os futuros acionistas minoritários, uma vez que os ganhos obtidos com a sobrevalorização artificial dos resultados reportados são auferidos pelos controladores, enquanto o ônus fica para os acionistas (minoritários) que ingressam no momento de compra dos títulos de dívidas.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 Gerenciamento de Resultados

O Gerenciamento de Resultados (*Earnings Management*) tem despertado interesse em diversos pesquisadores, sobre vários aspectos: até que ponto os resultados das empresas são inflados; a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas; e, ainda, a efetividade das normas e dos padrões contábeis criados com a finalidade de proteger os acionistas que agem a partir dessas demonstrações.

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

Segundo Scott (2011), a administração pode utilizar o gerenciamento de resultados para relatar um fluxo de alisamento suave e crescente ao longo do tempo. Dada a eficiência do mercado de valores imobiliários, isso implica em uma gestão para aproveitar a informação privilegiada (*insider information*), tornando o gerenciamento de resultados um veículo de comunicação de *insider information* para os investidores. Interpretado desta forma, o alisamento de resultados traz a interessante conclusão de que algum gerenciamento de resultados pode ser útil

do ponto de vista dos relatórios financeiros (Scott, 2011).

No entanto, o excesso de gerenciamento de resultados pode reduzir a utilidade desses relatórios financeiros para os investidores. Isto é especialmente verdadeiro se o gerenciamento de resultados não é totalmente divulgado. Além disso, o gerenciamento de resultados pode afetar a motivação do gestor em se esforçar, pelo fato de utilizar o GR como uma ferramenta para facilitar sua remuneração ao longo do tempo, reduzindo o risco de compensação (Scott, 2011).

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

Healy e Wahlen (1999) afirmam que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores utilizam o julgamento na informação financeira e na estruturação de operações para alterar relatórios financeiros, quer para iludir algumas partes interessadas sobre o desempenho econômico da empresa, quer para influenciar os resul-

tados contratuais que dependam de números contábeis reportados.

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

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

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

Por fim, o uso de gestão de julgamento na informação financeira, segundo Healy e Wahlen (1999), possui custos e benefícios. Os custos são a má alocação de recursos que surgem a partir do gerenciamento de resultados. Os benefícios incluem potenciais melhorias na gestão das informações privadas para os *stakeholders* externos, melhorando decisões de alocação de recursos. Portanto, é fundamental entender quando as normas permitem que os gestores exerçam o julgamento de relatar a elevação do valor da informação contábil para os usuários e quando elas permitem relatar a sua diminuição.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) discutem as técnicas para a detecção do gerenciamento de resultados: (i) mudanças de procedimentos contábeis; (ii) uso de elementos discricionários do fluxo de caixa (custos com P&D e com publicidade; acelerar ou retardar o recebimento de vendas); e (iii) ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (elevação ou redução de previsão para devedores duvidosos e reconhecimento antecipado de receitas).

Há diversos modelos que buscam medir de forma indireta o nível de GR nas empresas, uma vez que ele não é diretamente observável. De modo geral, esses modelos são baseados em acumulações, que seriam a diferença

entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. As acumulações totais podem ser decompostas em componentes de curto prazo (correntes) e de longo prazo (não correntes). Os ajustes nas acumulações correntes consideram somente mudanças nos ativos e passivos circulantes, que suportam as operações de curto prazo da empresa. Esses ajustes podem ser feitos, por exemplo, por meio do reconhecimento de receitas de vendas antes da entrada do respectivo valor no caixa; do atraso no reconhecimento de despesas, por meio de uma pequena provisão para devedores duvidosos; e reconhecimento diferido de despesas quando o dinheiro é antecipado aos fornecedores. Os ajustes de acumulações não correntes envolvem os ativos de longo prazo líquidos. Nesse caso, os exemplos seriam: depreciação não acelerada, diminuição de taxas diferidas e a realização de ganhos não comuns. Pelo fato de os administradores possuírem maior acesso, as acumulações correntes são usualmente utilizadas como base para gerenciamento de resultados (Teoh, Welch, & Wong, 1998).

Após esta breve discussão, indaga-se por que razão os gestores informam os investidores sobre a real situação econômica subjacente da firma. Os reais incentivos para gerenciar resultados são comentados por diversos autores internacionais, em especial, Healy e Wahlen (1999), que apresentam os três principais: (i) motivações vinculadas ao mercado de capitais - o amplo uso das informações contábeis pelos investidores e analistas cria incentivo para que os gestores administrem os resultados contábeis. O propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa; (ii) motivações contratuais e motivações regulamentares - a prática de gerenciar resultados pode estar atrelada ao pacote de remuneração. Os dados contábeis são utilizados para ajudar a monitorar e regular os contratos entre a empresa e seus diversos *stakeholders*. Contratos explícitos e implícitos de remuneração são utilizados para alinhar os incentivos dos executivos e dos *stakeholders* externos; e (iii) custos políticos.

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

Outras interpretações sobre o tema trazem grandes contribuições. O estudo realizado por Jones (1991) mostrou que firmas que se beneficiam de proteção alfandegária tentam reduzir os lucros adotando práticas de GR. Os resultados não rejeitaram a hipótese de que os gestores adotam práticas para reduzir os lucros nos períodos em que estão sendo investigados, para efeito de criação de proteção alfandegária. O Modelo de Jones destacou-se na literatura acadêmica por identificar o valor das acumulações discricionárias (*discretionary accruals*). Burgstahler e Dichev (1997) também encontraram evidências de que dois dos componentes do lucro - fluxo de caixa proveniente de operações e mudanças no capital de giro - são

utilizados para atingir aumento nos lucros. Os autores afirmam, ainda, que as empresas gerenciam seus resultados para evitar perdas e para sustentar os resultados obtidos.

Diversos estudos relacionam o gerenciamento de resultados com IPOs. Teoh et al. (1998) observaram que o GR em torno da data do IPO é mais alto para as empresas emissoras de ações, em comparação às empresas não emissoras. Todavia, por utilizar dados anuais, esses autores não capturaram a dinâmica do GR. Seus resultados, provavelmente, foram subestimados, porque a inflação dos resultados financeiros e a subsequente reversão podem ocorrer no mesmo ano fiscal e, portanto, não se refletir nos relatórios anuais.

Rangan (1998) estudou o efeito do GR no desempenho subsequente das ações de companhias que fizeram uma nova oferta pública de ações. O autor encontrou resultados inflados no trimestre próximo ao anúncio do SEO (*Seasoned Equity Offering*) e no trimestre subsequente. No entanto, o autor se limitou a comparar a mediana das acumulações discricionárias em cada trimestre, sem controlar outras variáveis que poderiam afetar o nível de GR, como, por exemplo, tamanho, crescimento das vendas e alavancagem.

Hochberg (2012), a partir de uma amostra de dados anual de IPOs dos Estados Unidos, encontrou evidências de que IPOs de empresas investidas por *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) apresentam GR reduzido. A autora argumenta que empresas maiores possuem demonstrações financeiras mais complexas e, portanto, podem explorar esse aspecto para gerenciar resultados. Por outro lado, empresas maiores também estão mais sujeitas a serem monitoradas por analistas de mercado, e isso reduz as oportunidades para o GR.

Gioielli, Carvalho e Sampaio (2013) mostraram que, em IPOs de empresas com investimento de PE/VC, o GR é marginal, geralmente relacionado às características das empresas, e pouco relacionado às fases do IPO. De forma contrária, em IPOs de empresas não investidas por PE/VC o GR é significativo, geralmente relacionado às fases do IPO, e pouco relacionado às características das empresas.

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

agência entre os gestores com informações privilegiadas e investidores externos.

## 2.2 Gerenciamento de Resultados e Emissão de Títulos de Dívida

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

Nardi e Nakao (2009) estudaram a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. Os pressupostos levantados a partir da literatura existente são que, almejando melhores condições contratuais, como o custo da dívida, o custo atual ou passado motive a empresa a gerenciar o resultado corrente para obter melhores condições de custo futuro ou corrente. Dessa forma, as empresas, intencionalmente, procurariam gerenciar seus resultados, motivadas pelo custo da dívida. Os resultados apontaram que há uma relação positiva e quanto maior o GR, maior o custo da dívida.

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

*H<sub>1</sub>: Empresas emissoras de debêntures apresentam maior nível de gerenciamento de resultados positivos, comparadas com as não emissoras.*

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

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

*H<sub>2</sub>: Empresas emissoras de debêntures apresentam maior nível de gerenciamento de resultados positivos no momento*

*que antecede a emissão, comparadas com as não emissoras.*

Considerando que as empresas emissoras de debêntures podem apresentar maior nível de GR em uma das fases da emissão, a hipótese 3 buscou identificar quais variáveis de características das empresas (tamanho, crescimento de vendas, ROA, endividamento) poderiam explicar esse maior nível de GR. Hochberg (2012) argumenta que as variáveis financeiras podem apresentar relação positiva com o nível de GR das empresas. Assim, esta hipótese buscou testar quais as características financeiras das empresas que poderiam explicar um maior nível de GR no período pré-emissão da debênture. Com isso, a hipótese 3 foi formulada como abaixo:

*H<sub>3</sub>: Empresas emissoras de debêntures apresentam características financeiras e operacionais diferentes no momento que antecede a emissão, comparadas com as não emissoras.*

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

Evidências comprovam que o efeito do gerenciamento de resultados no mercado de títulos de dívidas é importante por diversas razões. Em primeiro lugar, o GR parece ser uma prática comum. Graham, Harvey, e Rajgopal (2005) sugerem que 80% dos participantes da pesquisa,

executivos de empresas norte-americanas, optavam por implementar ações econômicas reais que poderiam ter consequências negativas a longo prazo, em vez de fazer ajustes contábeis para atingir metas de lucros a curto prazo.

Em segundo lugar, o GR pode ocultar ganhos não gerenciados de uma empresa, no qual pode ser prejudicial para a rentabilidade e vantagens competitivas de uma empresa a longo prazo (Cohen & Zarowin, 2010; Zang, 2012). Portanto, o GR aumenta a assimetria de informações entre os gestores e os detentores de títulos de dívida com relação ao atual período não gerenciado de uma empresa e, portanto, pode afetar as estimativas dos detentores de títulos de dívida por conta dos gestores potencializarem os lucros da empresa.

Este risco informacional tem um efeito potencial sobre os preços dos títulos. Tal aspecto é corroborado no estudo de Liu, Ning, e Davidson III (2010), o qual encontraram evidências de que o gerenciamento de resultados aumentou antes das empresas oferecerem os títulos de dívidas ao mercado. Os resultados indicaram que, como acionistas, os detentores de títulos não conseguem ver através dos lucros inflados na precificação de uma nova dívida.

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

### 3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

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

#### 3.1 População e Amostra

A base de dados utilizada neste trabalho provém do Sistema Nacional de Debêntures (SND), acessível por meio do site vinculado à Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA). O SND possui registros desde 1981, com atualizações diárias. O presente estudo possui como data-base o período de janeiro de 2010 a janeiro de 2014. Os dados financeiros das empresas são provenientes da ferramenta Economática® e das demonstrações financeiras trimestrais das empresas, disponíveis nos endereços eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da BM&FBOVESPA.

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

#### 3.2 Medidas do Gerenciamento de Resultados

Na literatura, diversos modelos foram desenvolvidos para medir de forma indireta o nível de GR nas empresas,

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

Para estimar as acumulações discricionárias correntes, foram utilizados dois modelos econométricos no presente estudo: o Modelo de Jones Modificado (Dechow et

al., 1995 com ajustes sugeridos por Kothari et al., 2005) e o Modelo de Jones Modificado com ROA (Dechow et al., 1995 com ajustes sugeridos por Kothari et al., 2005).

Dechow et al. (1995) criaram o modelo de Jones Modificado (*Modified Jones*) na tentativa de diminuir o aumento das contas a receber pelas variações de vendas, pois partem do princípio de que existe a possibilidade de manipulação das vendas a prazo. Dessa forma, o modelo exclui o crescimento das contas a receber identificando-as como manipulação do período.

A diferença entre o modelo Jones Modificado e Jones Modificado com ROA é que o segundo utiliza um novo controle para a estimação das acumulações não-discricionárias. Além de considerar as variáveis receita líquida e contas a receber, o modelo considera a variável de retorno sobre os ativos (ROA) na estimação das acumulações não-discricionárias.

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

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

Em que:

$Acumulações\_Correntes_{i,t}$ :  $(AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1})$ ;

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

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

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

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

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

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

$$Acumulações\_Discricionárias_{i,t} = \frac{Acumulações\_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - \hat{\beta}_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) - \hat{\beta}_2 \left( \frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) \quad 2$$

Em que:

$Acumulações\_Discricionárias_{i,t}$  representam o GR para a empresa  $i$  no trimestre  $t$ , que é calculado como a diferença entre as variáveis  $AC_{i,t}$  (acumulações correntes ponderadas pelos ativos totais em  $t-1$  e acumulações não discricionárias [resultante da estimação dos betas do modelo (1)]).

Segundo Guay, Kothari e Watts (1996), a regressão simples de retorno sobre os *accruals* discricionários sugere que o modelo de Jones Modificado produza *accruals* discricionários consistentes tanto com a melhora do desempenho quanto com a suavização oportunista dos lucros.

No Modelo de Jones Modificado com ROA, as acumulações correntes são especificadas por:

$$\frac{Acumulações\_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad 3$$

Em que:

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

### 3.3 Especificação Econométrica

Para testar a hipótese  $H_1$ , utilizaram-se regressões em painel, em que a variável dependente é o nível de geren-

ciamento de resultados ( $GR_{i,t}$ ) para a empresa  $i$  no tempo  $t$ , medida pelas acumulações discricionárias correntes. A variável de interesse é uma *dummy* para empresas que emitiram debêntures. Essa variável é constante no tempo e assume valor um (1) quando a observação vem de uma empresa

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Debiture_i + \beta_2 Auditor_i + \beta_3 Tamanho_{i,t} + \beta_4 Crescimento_{i,t} + \beta_5 Alavancagem_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Governança_i + \gamma' trimestre_i + \delta' indústria_j + \varepsilon_{i,t} \quad 4$$

Em que:

*Debiture<sub>i</sub>*: é a variável *dummy* que assume valor um (1) se a empresa  $i$  emitiu debênture, e zero (0) em caso contrário;

*Auditor<sub>i</sub>*: é a variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$  tinha suas demonstrações financeiras auditadas por um dos líderes de mercado (*big-four*), e 0 em caso contrário;

*Tamanho<sub>i,t</sub>*: é o logaritmo natural dos ativos totais da empresa  $i$  no trimestre  $t$  (em milhões de reais);

*Crescimento<sub>i</sub>*: é a variação da receita líquida operacional da empresa  $i$  entre os trimestres  $t-1$  e  $t$ , dividida pela receita líquida operacional no trimestre  $t-1$ ;

*Alavancagem<sub>i,t</sub>*: alavancagem da empresa  $i$  no trimestre  $t$ , calculada como um menos a razão entre o patrimônio líquido e os ativos totais;

*ROA<sub>i,t</sub>*: retorno sobre os ativos da empresa  $i$  entre os trimestres  $t-1$  e  $t$ , calculado como a razão entre o lucro líquido e os ativos totais;

*Governança Corporativa<sub>i</sub>*: variável *dummy* que assume valor 1 se a empresa  $i$  está listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e 0 em caso contrário;

$\gamma'$ *trimestre<sub>i</sub>*: é um vetor de parâmetros que controla por trimestres;

$\delta'$ *indústria<sub>j</sub>*: é um vetor de parâmetros que controla por setores (Economática).

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

A variável *Tamanho<sub>i,t</sub>* pode ter efeito positivo ou negativo sobre o GR. Para Hochberg (2012), as demonstrações financeiras de empresas maiores são mais complexas, podendo constituir um aspecto facilitador para o gerenciamento de resultados. Porém, essas empresas também estão

que emitiu debênture no instante  $t$ . Para confirmar  $H_1$ , o coeficiente dessa variável *dummy* deve ser positivo e estatisticamente significativo. O modelo econométrico também inclui diversas variáveis de controle que podem influenciar os incentivos para o gerenciamento de resultados:

sujeitas a serem acompanhadas por analistas de mercado, o que poderia reduzir as oportunidades de GR.

O resultado esperado para a variável *Crescimento<sub>i</sub>* é positivo. Para Hochberg (2012), empresas com maior taxa de crescimento são mais propensas a apresentar maiores níveis de acumulações discricionárias, pois apresentam maior margem para GR.

De forma similar à variável *Tamanho<sub>i,t</sub>*, não há uma expectativa clara para a variável *Alavancagem<sub>i,t</sub>*. Porém, para Morsfield e Tan (2006), empresas mais alavancadas possuem incentivos para manipular positivamente os resultados, com o intuito de evitar a violação de cláusulas contratuais de dívidas; contudo, essas empresas também enfrentam maior monitoramento dos detentores desses títulos. Além disso, Schipper (1989) e Iudícibus e Lopes (2004) apontaram evidências de que empresas com níveis altos de alavancagem também apresentavam maiores níveis de GR.

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

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

Para testar a hipótese  $H_2$ , que leva em consideração possíveis diferenças no nível de GR ao longo do tempo, utilizou-se a mesma especificação básica do Modelo 4, com o acréscimo de variáveis *dummies* indicativas de todas as fases de emissão da debênture. Para confirmar  $H_2$ , o coeficiente de uma das variáveis *dummy* de fase deve ser positivo e estatisticamente significativo. O modelo também inclui diversas variáveis de controle que podem influenciar os incentivos para o gerenciamento de resultados:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pré-Emissão2_{i,t} + \beta_2 Pré-Emissão1_{i,t} + \beta_3 Emissão_{i,t} + \beta_4 Pós-Emissão_{i,t} + \beta_5 Auditor_i + \beta_6 Tamanho_{i,t} + \beta_7 Crescimento_{i,t} + \beta_8 Alavancagem_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} Governança_i + \gamma' trimestre_i + \delta' indústria_j + \varepsilon_{i,t} \quad 5$$

Em que:

*Pré-Emissão2<sub>i,t</sub>*: é a variável *dummy* que assume valor um (1) para a empresa  $i$  dois trimestres antes da emissão

da debênture, e zero (0) em caso contrário;

*Pré-Emissão1<sub>i,t</sub>*: é a variável *dummy* que assume valor 1 para a empresa  $i$  um trimestre antes da emissão da debên-

ture, e 0 em caso contrário;

$Emiss\tilde{a}o_{i,t}$ : é a variável *dummy* que assume valor 1 para a empresa  $i$  no trimestre da emissão da debênture, e 0 em caso contrário;

$P\acute{o}s-Emiss\tilde{a}o_{i,t}$ : é a variável *dummy* que assume valor 1 para a empresa  $i$  um trimestre depois da emissão da debênture, e 0 em caso contrário;

No Modelo 5, a variável *dummy*  $P\acute{o}s-Emiss\tilde{a}o_{i,t}$  é a variável omitida, com o intuito de evitar a colinearidade perfeita. Portanto, os coeficientes em  $Pr\acute{e}-Emiss\tilde{a}o2_{i,t}$ ,  $Pr\acute{e}-Emiss\tilde{a}o1_{i,t}$  e  $Emiss\tilde{a}o_{i,t}$  devem ser interpretados como diferenças em relação à variável  $P\acute{o}s-Emiss\tilde{a}o_{i,t}$ . Para confirmar a hipótese  $H_2$ , o sinal associado a essas *dummies* deve ser positivo e estatisticamente significativo.

Para testar a hipótese  $H_3$ , que leva em consideração

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Pr\acute{e}-Emiss\tilde{a}o2_{i,t} + \beta_2 Pr\acute{e}-Emiss\tilde{a}o1_{i,t} + \beta_3 Emiss\tilde{a}o_{i,t} + \beta_4 P\acute{o}s-Emiss\tilde{a}o_{i,t} + \beta_5 Auditor_{i,t} + \beta_6 Tamanho_{i,t} + \beta_7 Crescimento_{i,t} + \beta_8 Alavancagem_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} Governan\tilde{c}a_{i,t} + \beta'_k x'_{i,t} + \gamma' trimestre_t + \delta' ind\acute{u}stria_j + \varepsilon_{i,t}$$

6

Em que:

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

No Modelo 6, novamente a variável *dummy*  $P\acute{o}s-$

possíveis diferenças no desempenho financeiro das empresas durante as fases de emissão da debênture, assim como seu nível de GR ao longo do tempo, utilizou-se a mesma especificação do Modelo 5, com o acréscimo de variáveis *dummies* indicativas de todas as fases de emissão da debênture, bem como os termos interativos dessas variáveis com as variáveis financeiras da empresa. As variáveis utilizadas foram “auditor”, “tamanho”, “crescimento”, “alavancagem”, “ROA” e “governança corporativa”. Os termos interativos nessa especificação mostraram se havia relação entre as características financeiras das empresas e o nível de GR no período de pré-emissão.

Para confirmar  $H_3$ , os coeficientes das variáveis dos termos de interação devem ser estatisticamente significantes. Da mesma forma, esse modelo foi estimado da seguinte forma:

$-Emiss\tilde{a}o_{i,t}$  é a variável omitida com o intuito de evitar a colinearidade perfeita. Para confirmar a hipótese  $H_3$ , os coeficientes associados às *dummies* de interação das fases da emissão com as variáveis financeiras da empresa devem ser estatisticamente significantes.

## 4 RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis que caracterizam a heterogeneidade das empresas. Inicialmente, observa-se que, para essas variáveis, as amostras das empresas emissoras e não emissoras de debêntures são similares. Por exemplo, o tamanho médio das empresas emissoras é de 14,7 milhões (logaritmo dos ativos totais da empresa  $i$  no período  $t$ ); já o tamanho médio para as empresas não emissoras é de 13,7 milhões. Para a amostra das emissoras, a média da variável ROA foi 22,1%, enquanto a média para a amostra das não emissoras foi 23,2%. Essas diferenças não são estatisticamente significantes. Adicional-

mente, é possível observar um padrão semelhante para outras variáveis, como crescimento de vendas e alavancagem.

Os únicos aspectos em que as duas amostras se mostram estatisticamente diferentes são: (i) qualidade do auditor: 47,2% das empresas emissoras contrataram um dos líderes de mercado (*big-four*), contra 31,2% das empresas não emissoras; e (ii) nível de governança corporativa: 28,5% das empresas emissoras estão listadas no Nível II ou Novo Mercado de governança corporativa, contra 17,8% das empresas não emissoras. Essas diferenças são estatisticamente significantes a 10%.

**Tabela 1** Estatística Descritiva das Características Financeiras das Empresas da Amostra

	Todas			Emitiram Debênture			Não Emitiram Debênture			Estatística-t
	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	Mediana	Média	Desvio Padrão	
	N=180			N=59			N=121			
Crescimento de Vendas	0,024	0,031	0,045	0,030	0,031	0,034	0,010	0,031	0,054	0,00
Alavancagem	0,254	0,263	0,166	0,280	0,290	0,162	0,218	0,237	0,166	0,53
ROA	0,220	0,227	0,296	0,220	0,221	0,022	0,220	0,232	0,413	-0,11
Tamanho (bilhões)	14,285	13,946	1,516	14,731	14,420	1,239	13,712	13,496	1,616	0,93
Auditor	0,000	0,390	0,487	0,000	0,472	0,499	0,000	0,313	0,463	<b>0,16*</b>
Governança	0,000	0,230	0,421	0,000	0,285	0,451	0,000	0,178	0,383	<b>0,97*</b>

**Nota.** A variável “tamanho da empresa” está em milhões de reais e refere-se à data de coleta dos dados, realizada em nov./2014; todos os dados estão em moeda de 2014; a variável “tamanho” é o logaritmo natural dos Ativos Totais; a estatística T testa a diferença das médias entre as empresas que emitiram e não emitiram debêntures.

\* indica significância estatística ao nível de 1%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 2 apresenta a correlação entre as variáveis exógenas. Em geral, as correlações são baixas, embora algumas sejam estatisticamente significativas ao nível de 1%. Conforme esperado, empresas listadas no Nível II ou Novo Mercado são associadas positivamente com auditores de alta reputação (*big four*) e tendem a ser empresas maiores. Isso indica

que empresas que decidem por esses níveis de governança optam por contratar auditorias independentes maiores. As variáveis “alavancagem” e “tamanho” são positivamente correlacionadas, apontando que empresas maiores apresentam índices de alavancagem maiores. Por fim, empresas maiores expressam maiores taxas de crescimento de vendas.

**Tabela 2** Matriz de Correlação para as Variáveis Independentes

	Dummy_Governança	Auditor	Crescimento	Alavancagem	ROA	Tamanho
Dummy_Governança	1					
Auditor	0,06**	1				
Crescimento	0,12**	0	1			
Alavancagem	0,04**	0,03	-0,02	1		
ROA	0,01*	0,01	0,01	0,03**	1	
Tamanho	0,21**	0,25**	0,05**	0,19**	0,07**	1

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 3 apresenta estatísticas descritivas para o nível de gerenciamento de resultados, para empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Os resultados são apresentados para as duas *proxies* de gerenciamento de resultados, os modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. Inicialmente, destaca-se que as médias e os desvios-padrão apresentam pouca variação para ambos os modelos. Observando a amostra como um todo, o nível médio de GR, medido pelas acumulações discricionárias correntes como um percentual dos ativos totais no trimestre que antecede a emissão, varia

de 3,80% a 4,08%, dependendo do modelo utilizado. Quando a amostra é dividida em empresas emissoras e não emissoras, destaca-se a seguinte diferença: o gerenciamento de resultados em empresas emissoras varia de 3,80% a 4,21%, enquanto nas empresas não emissoras varia de 3,70% a 3,96%. Esta diferença é estatisticamente significativa ao nível de 10% (independentemente da *proxy* utilizada para o gerenciamento de resultados). Esse resultado é consistente com a hipótese  $H_1$ , isto é, empresas emissoras de debêntures tendem a apresentar níveis de gerenciamento de resultados maiores.

**Tabela 3** Gerenciamento de Resultados em Emissão de Debêntures

Painel A: Todas as Fases Juntas				
Modelo	Amostra	Empresas	Média	Desvio-padrão
Jones Modificado	Todas as Empresas	180	3,80%	3,01%
	Emissoras	59	3,80%	3,00%
	Não Emissoras	121	3,70%	3,02%
	Diferença		<b>0,10%*</b>	
Jones Modificado com ROA	Todas as Empresas	180	4,08%	3,28%
	Emissoras	59	4,21%	3,31%
	Não Emissoras	121	3,96%	3,25%
	Diferença		<b>0,25%*</b>	

Nota. Estatísticas descritivas para o nível do gerenciamento de resultados em emissão de debêntures; a amostra consiste em 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA de jan./2010 a jan./2014; as duas medições de gerenciamento de resultados são baseadas nos modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA; o gerenciamento de resultados é em percentagem dos ativos totais; as diferenças destacadas em negrito indicam que o teste *t* para a diferença de médias é estatisticamente significativo ao nível de 10% ou menos.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 4 apresenta o nível de gerenciamento, considerando as fases de emissão. Observa-se que, na média, os gerenciamentos de resultado são positivos e mais altos no período pré-emissão da debênture, ou seja, é maior no trimestre que antecede a emissão. A fase que considera dois trimestres que antecedem a emissão não apresenta níveis de gerenciamento estatisticamente diferentes em relação às empresas não emissoras. Nesse sentido, os resultados encontrados apontam que o GR é maior no trimestre que antecede a emissão, cujas demonstrações contábeis são geralmente

publicadas durante o trimestre seguinte, em que ocorre a compra das debêntures. Assim, essas empresas buscam expor melhores resultados a fim de influenciar os investidores na hora da compra de debêntures. É importante ressaltar que o nível de gerenciamento é bem menor no trimestre da emissão. Isso aponta que a reversão ocorre rapidamente, visto que o nível de gerenciamento aumenta na fase da pré-emissão e cai consideravelmente na fase da emissão.

A Tabela 4 aponta que o nível médio de gerenciamento de resultados no período pré-emissão é bem mais alto para

as empresas emissoras, variando de 1,01% a 1,07% a mais em relação às empresas não emissoras. A diferença das médias

para os dois grupos durante a fase da pré-emissão é estatisticamente significativa ao nível de 1%.

**Tabela 4** Gerenciamento de Resultados nas Fases da Emissão

Modelo	Pré-Emissão_2		Pré-Emissão_1		Emissão	
	N	Média	Diferença	Média	Diferença	Média
Jones Modificado	59	3,67%	<b>1,01%***</b>	4,68%	<b>-0,47%**</b>	4,21%
Jones Modificado com ROA	58	4,02%	<b>1,07%***</b>	5,09%	<b>-0,99%***</b>	4,10%

**Nota.** Estatísticas descritivas para o nível do gerenciamento de resultados em emissão de debêntures, considerando as fases de emissão; a amostra consiste em 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA, de jan./2010 a jan./2014; as duas medições de gerenciamento de resultados são baseadas nos modelos de Jones Modificado e Jones Modificado com ROA; o gerenciamento de resultados é em percentagem dos ativos totais; as diferenças destacadas em negrito indicam que o teste t para a diferença de médias é estatisticamente significativo ao nível de 10% ou menos.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 5 apresenta as estimativas para o modelo que inclui a variável *dummy*, a qual identifica as empresas que emitem debêntures. Como esperado, o sinal da variável *dummy* não é estatisticamente significativo para nenhum modelo. Este resultado realça que não há diferença estatisticamente significativa, em termos de GR, entre a amostra das empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Embora este resultado possa ser conflitante com a análise univariada apresentada na Tabela 3, a diferença é que os resultados apresentados na Tabela 5 mostram a diferença em termos de GR, considerando um conjunto de variáveis de controle, que representam as características das empresas da amostra, como: crescimento de vendas, tamanho, ROA, alavancagem, *dummies* de au-

ditor e governança corporativa. Como os sinais dessas variáveis apresentaram significância estatística, isso indica que o nível de GR está relacionado a essas características.

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

**Tabela 5** Regressões de Gerenciamento de Resultados e Emissões de Debêntures

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Método dos mínimos quadrados (1)	Efeitos Aleatórios (2)	Efeitos Fixos (3)	Método dos mínimos quadrados (4)	Efeitos Aleatórios (5)	Efeitos Fixos (6)
<i>Dummy</i> de Emissão	0,000 (0,25)	0,000 (0,05)		0,002 (1,32)	0,002 (1,38)	
<i>Dummy</i> de Governança	0,001 (1,20)	0,001 (0,64)		0,002 (1,65)	0,002 (1,49)	
Auditor	0,000 (0,39)	-0,000 (-0,14)		0,001 (0,55)	0,001 (0,55)	
Crescimento	<b>0,020**</b> (1,98)	<b>0,018*</b> (1,83)	<b>0,018*</b> (1,82)	<b>0,026**</b> (2,44)	<b>0,025**</b> (2,40)	<b>0,027**</b> (2,59)
Alavancagem	<b>0,007**</b> (2,31)	<b>0,008***</b> (2,78)	<b>0,012***</b> (3,11)	0,005 (1,35)	0,005 (1,48)	0,007 (1,58)
ROA	<b>0,007***</b> (9,09)	<b>0,007***</b> (9,96)	<b>0,008***</b> (10,01)	<b>0,008***</b> (12,92)	<b>0,008***</b> (17,40)	<b>0,007***</b> (24,77)
Tamanho	<b>-0,001***</b> (-2,65)	<b>-0,001**</b> (-2,30)	-0,002 (-1,41)	-0,001 (-0,98)	-0,001 (-0,95)	<b>-0,002*</b> (-1,76)
<i>Dummies</i> Trimestrais	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Cluster</i> por Empresas	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	4,491	4,491	4,491	4,132	4,132	4,132
R-quadrado	0,0191	-	0,00540	0,0164	-	0,00378

**Nota.** Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados em emissões de debêntures; a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como percentagem dos ativos totais; ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA); a amostra consiste em 4.491 observações para 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA de jan./2010 a jan./2014; as estatísticas t (ou z) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses; além disso, todas as regressões foram estimadas com erro-padrão com cluster por empresa.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 6 apresenta as estimativas para o modelo, que inclui as fases da emissão da debênture como variáveis explicativas, para capturar em qual fase o gerenciamento de resultados é maior para as empresas emissoras, em relação às não emissoras. A variável *dummy* para a fase pós-emissão é omitida. A dinâmica capturada na Tabela 6 é semelhante à que foi reportada na análise univariada (Tabela 4). Os coeficientes das variáveis *dummies* *Pré\_Emissão<sub>2,t</sub>* e *Emissão<sub>i,t</sub>* não são estatisticamente significantes, exceto a variável *Pré\_Emissão<sub>1,t</sub>*, que é estatisticamente significativa aos níveis de 5% e 10% em todos os modelos (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA) e em todas as especificações (Painel Efeitos Fixos e Aleatórios e *Pooled OLS*). O nível de gerenciamento de resultados no trimestre que antecede a emissão, controlado pelas características financeiras e econômicas das

empresas, é positivo e maior em relação às empresas não emissoras.

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

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

**Tabela 6** Regressões de Gerenciamento de Resultados e Emissões de Debêntures

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Método dos mínimos quadrados (1)	Efeitos Aleatórios (2)	Efeitos Fixos (3)	Método dos mínimos quadrados (4)	Efeitos Aleatórios (5)	Efeitos Fixos (6)
<i>Pré_Emissão<sub>2</sub></i>	0,001 (0,15)	0,000 (0,15)	0,000 (0,09)	0,000 (0,00)	0,000 (0,03)	-0,001 (-0,14)
<i>Pré_Emissão<sub>1</sub></i>	<b>0,011**</b> (2,34)	<b>0,011**</b> (2,35)	<b>0,011**</b> (2,31)	<b>0,010*</b> (1,81)	<b>0,010*</b> (1,83)	<b>0,009*</b> (1,65)
<i>Emissão</i>	0,002 (0,42)	0,002 (0,35)	0,001 (0,22)	-0,005 (-1,22)	-0,005 (-1,23)	-0,006 (-1,26)
<i>Dummy_Governança</i>	0,001 (1,18)	0,001 (0,68)		<b>0,003*</b> (1,87)	<b>0,002*</b> (1,78)	
<i>Auditor</i>	0,000 (0,39)	-0,000 (-0,13)		0,001 (0,66)	0,001 (0,60)	
<i>Crescimento</i>	<b>0,021**</b> (2,05)	<b>0,019*</b> (1,90)	<b>0,019*</b> (1,89)	<b>0,028**</b> (2,58)	<b>0,027**</b> (2,53)	<b>0,029***</b> (2,69)
<i>Alavancagem</i>	<b>0,007**</b> (2,34)	<b>0,008***</b> (2,73)	<b>0,011***</b> (2,98)	0,005 (1,35)	0,005 (1,42)	0,007 (1,40)
<i>ROA</i>	<b>0,007***</b> (9,31)	<b>0,007***</b> (10,09)	<b>0,008***</b> (10,02)	<b>0,009***</b> (11,80)	<b>0,008***</b> (16,57)	<b>0,007***</b> (24,66)
<i>Tamanho</i>	<b>-0,001***</b> (-2,77)	<b>-0,001**</b> (-2,48)	-0,002 (-1,49)	-0,001 (-0,94)	<b>-0,000</b> (-0,90)	<b>-0,002*</b> (-1,81)
<i>Dummies Trimestrais</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Cluster por Empresas</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	4,585	4,585	4,585	4,218	4,218	4,218
R-quadrado	0,0212		0,0070	0,0173		0,0052

**Nota.** Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados em emissões de debêntures; a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como percentagem dos ativos totais; ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA); a amostra consiste em 4.491 observações para 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA de jan./2010 a jan./2014; as estatísticas *t* (ou *z*) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses; além disso, todas as regressões foram estimadas com erro-padrão com cluster por empresa.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 7 apresenta os resultados obtidos na Tabela 6, porém, considerando as interações das variáveis *dummies* de fase com cada uma das variáveis financeiras das empresas. Com essas interações, é possível analisar quais características das empresas explicam melhor o nível de gerenciamento na fase pré-emissão das debêntures. Como pode ser observado, a variável mais importante que expli-

ca o nível de gerenciamento, nessa fase, é o crescimento de vendas. Em parte, esse resultado pode ser interpretado pelo fato de que empresas que apresentam maiores taxas de crescimento de vendas também possuem maiores margens para gerenciar seus resultados. Tanto no modelo Jones Modificado como no Jones Modificado com ROA, a variável interação de Crescimento de Vendas com a fase

*Pré\_Emissão\_1* são estatisticamente significantes aos níveis de 5% e 10%. Os níveis de gerenciamento variam positivamente entre 2,66% a 3,92%. Hochberg (2012) corrobora

os resultados, nos quais empresas com maior crescimento de vendas podem estar mais propensas a apresentar maior nível de acumulações discricionárias.

**Tabela 7** Regressões de Gerenciamento de Resultados considerando as Interações com as Fases de Emissão

	Jones Modificado			Jones Modificado com ROA		
	Método dos mínimos quadrados (1)	Efeitos Aleatórios (2)	Efeitos Fixos (3)	Método dos mínimos quadrados (4)	Efeitos Aleatórios (5)	Efeitos Fixos (6)
<i>Pré_Emissão_2</i>	-0,003 (-0,67)	-0,003 (-0,59)	-0,003 (-0,60)	-0,004 (-0,78)	-0,003 (-0,68)	-0,004 (-0,71)
<i>Emissão</i>	0,003 (0,47)	0,002 (0,37)	0,002 (0,27)	-0,003 (-0,43)	-0,003 (-0,45)	-0,004 (-0,57)
<i>Auditor_Pré_Emissão_1</i>	0,000 (0,00)	0,001 (0,12)	0,001 (0,09)	0,004 (0,37)	0,004 (0,38)	0,004 (0,36)
<i>Governança_Pré_Emissão_1</i>	-0,004 (-0,39)	-0,007 (-0,70)	-0,008 (-0,81)	-0,015 (-1,34)	<b>-0,020*</b> (-1,71)	<b>-0,023*</b> (-1,95)
<i>Crescimento_Pré_Emissão_1</i>	<b>0,289*</b> (1,83)	<b>0,274*</b> (1,72)	<b>0,266*</b> (1,66)	<b>0,392**</b> (2,00)	<b>0,374*</b> (1,86)	<b>0,378*</b> (1,85)
<i>Alavancagem_Pré_Emissão_1</i>	-0,011 (-0,36)	-0,010 (-0,35)	-0,008 (-0,28)	<b>-0,057*</b> (-1,90)	<b>-0,057*</b> (-1,90)	-0,049 (-1,60)
<i>ROA_Pré_Emissão_1</i>	0,018 (0,05)	-0,063 (-0,17)	-0,114 (-0,32)	0,014 (0,03)	-0,104 (-0,26)	-0,155 (-0,38)
<i>Tamanho_Pré_Emissão_1</i>	0,000 (0,04)	-0,001 (-0,15)	-0,002 (-0,29)	0,001 (0,17)	-0,000 (-0,07)	-0,001 (-0,21)
<i>Dummies Trimestrais</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Cluster por Empresas</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	2,517	2,517	2,517	2,294	2,294	2,294
R-quadrado	0,0244		0,0023	0,0280		0,0045

**Nota.** Análise de regressão em painel do nível de gerenciamento de resultados em emissões de debêntures, considerando as interações das variáveis características das empresas com a variável *Pré\_Emissão\_1*, que corresponde ao trimestre que antecede a emissão da debênture; a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como percentagem dos ativos totais; ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA); a amostra consiste em 4.491 observações para 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA, de jan./2010 a jan./2014; as estatísticas *t* (ou *z*) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

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

O *Matching* foi estimado considerando empresas similares em termos de tamanho, alavancagem e rentabilidade. A ideia de escolher essas variáveis é que se espera que empresas de tamanho, nível de alavancagem e rentabilidade similares apresentem também níveis de GR similares. Com

isso, é possível controlar características observáveis que poderiam enviesar os resultados já encontrados. Nesse sentido, a diferença seria a emissão de debêntures. A Tabela 8 apresenta a análise do gerenciamento de resultados considerando este método. Como pode ser observado, o nível de gerenciamento é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. As empresas emissoras de debêntures apresentam nível de GR positivo, que varia entre 0,9% a 1% na fase que antecede a emissão. Tanto nas fases pré-emissão, considerando dois trimestres, como na fase de emissão, não há diferenças estatisticamente significantes em termos de gerenciamento de resultados.

**Tabela 8** Gerenciamento de Resultados considerando *Propensity Score Matching*

	<i>Pré_Emissão_2</i>	<i>Pré_Emissão_1</i>	<i>Emissão</i>	<i>Pré_Emissão_2</i>	<i>Pré_Emissão_1</i>	<i>Emissão</i>
	-0,001 (0,23)	<b>0,009</b> (1,74)*	0,004 (0,83)	-0,000 (0,08)	<b>0,010</b> (1,74)*	0,000 (0,06)
<i>N</i>	5,179	5,179	5,179	4,778	4,778	4,778

**Nota.** Para cada uma das emissões foi feito um *matching* com uma empresa do mesmo setor com rentabilidade, alavancagem e crescimento de vendas semelhantes, porém que não havia emitido debênture; a variável dependente é o nível de gerenciamento de resultados para a empresa *i* no trimestre *t* como percentagem dos ativos totais; ela foi calculada utilizando dois modelos diferentes (Jones Modificado e Jones Modificado com ROA); a amostra consiste em 4.491 observações para 180 empresas por trimestre, sendo que 59 são emissoras de debêntures na BM&FBOVESPA de jan./2000 a jan./2014; as estatísticas *t* (ou *z*) robustas à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980) são apresentadas entre parênteses.

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

Fonte: Elaborado pelos autores.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante das premissas e pressupostos da literatura sobre gerenciamento de resultados, suas motivações e consequências, o objetivo deste estudo foi avaliar a prática de GR em períodos de emissão de títulos de dívida, identificando em qual período da emissão da debênture esta intervenção é realizada, com a finalidade de influenciar positivamente seus investidores. Essa influência pode fazer com que os investidores não consigam tomar as melhores decisões possíveis com base nos resultados financeiros apresentados por essas empresas. Sendo assim, os investidores podem ser induzidos a comprar títulos de dívida de empresas que não apresentam boas condições financeiras, podendo gerar resultados negativos no futuro.

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

Quanto aos resultados, constatou-se que, além da fase de pré-emissão 1 da dívida, a alavancagem, o crescimento de vendas e ROA foram variáveis que apresentaram efeito positivo e estatisticamente significativo no nível do gerenciamento de resultados. A única variável que apresentou efeito negativo, estatisticamente significativo, foi a variável “tamanho”.

O sinal da variável *dummy* de emissão de debênture, testado na primeira hipótese, não apresentou significância estatística para nenhum modelo. Esse resultado reforçou, como esperado, que não há diferença estatisticamente significativa, em termos de GR, entre a amostra das empresas emissoras e não emissoras de debênture.

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

Após examinar o período em que há maior nível de gerenciamento de resultados, investigou-se a hipótese 3 - qual variável, interagida com a *dummy* referente ao trimestre anterior à emissão, se destacaria. Tanto no modelo Jones Modificado quanto no Jones Modificado com ROA,

a variável interação de Crescimento de Vendas é estatisticamente significativa aos níveis de 5% e 10%. Dessa forma, a variável mais importante que explicou o nível de gerenciamento no período foi o crescimento de vendas. Em parte, esse resultado pode ser explicado pelo fato de que empresas que apresentam maiores taxas de crescimento de vendas também possuem maiores margens para gerenciar seus resultados. Esse resultado leva à confirmação da hipótese 3, que afirma haver relação entre o nível de GR e as características financeiras das empresas.

Portanto, tornou-se claro que as empresas emissoras de debêntures gerenciam seus resultados no trimestre que antecede a emissão. Nesse sentido, os resultados encontrados mostram que essas empresas tendem a apresentar maiores níveis de gerenciamento de resultados na fase em que os investidores são atraídos para a compra de debêntures. Tais empresas buscam apresentar melhores resultados a fim de influenciar os investidores na hora da compra. As empresas que apresentam maior nível de gerenciamento na fase em que os investidores optam por adquirir as debêntures são aquelas que apresentam maior nível de crescimento de vendas. Isso ocorre devido à maior margem que essas empresas têm de gerenciar seus resultados contábeis.

Como consequência dessa prática, os investidores podem ser induzidos a comprarem títulos de dívida de empresas que apresentam resultados financeiros ruins, os quais, devido à prática de GR, acabam sendo inflados. No curto prazo, os detentores desses títulos podem ser prejudicados por não terem condições de avaliar melhor os resultados apresentados no período de aquisição dessas debêntures. No longo prazo, essas empresas precisarão reverter os resultados inflados no período de venda das debêntures. Essa reversão pode gerar perdas ainda maiores para os investidores que queiram negociar suas debêntures no mercado secundário. Portanto, cabe aos órgãos de regulação propor medidas de monitoramento que minimizem a assimetria de informação existente entre os investidores e as empresas emissoras no momento da emissão da debênture.

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

## Referências

- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2013). Earnings management, capital structure and the role of institutional environments. *Financial Research Network Research Paper*. Recuperado de SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2207804> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2207804>.
- Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (2014). *Consolidated data*. Recuperado em 8 novembro, 2014, de <http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1–28.
- Bowen, R., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting discretion, corporate governance and firm performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 351-405.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Coelho, A. C. D., & Lopes, A. B. (2007). Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 121-144.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais*. Doctoral thesis, Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H., & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Easley, H., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.
- Ge, W. (2009). *Essays on real earnings management*. Doctoral Dissertation - Desautels Faculty of Management, McGill University, Montreal, Canada.
- Ge, W., & Kim, J. B. (2014). Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67(4), 641-647.
- Gioielli, S. P. O., Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2013). Capital de risco e gerenciamento de resultados em IPOs. *Brazilian Business Review*, 10(4), 32-68.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), 3–73.
- Guay, W. R., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1996). A market-based evaluation of discretionary accruals model. *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes of accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hochberg, Y. V. (2012). Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. *Review of Finance*, 16(2), 429-480.
- Iudicibus, S., & Lopes, A. B. (2004). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kim, J. B., & Sohn, B. C. (2013). Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(6), 518-543.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Liu, Y., Ning, Y., & Davidson III, W. N. (2010). Earnings Management Surrounding New Debt Issues. *The Financial Review*, 45, 659-681.
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Martinez, A. L., & Faria, M. P. (2007). Emissão de debêntures e earnings management no Brasil. *Revista de Informação Contábil*, 2(1), 57-71.
- McNichols, M. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), 313-345.
- Morsfield, S. G., & Tan, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? *Accounting Review*, 81(5), 1119-1150.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 77-100.
- Prevost, A. K., Rao, R. P., & Skousen, C. J. (2008). Earnings Management and the Cost of Debt. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1083808> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1083808>.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101-122.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Scott, W. R. (2011). *Financial Accounting Theory* (6th ed.). Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.
- Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E. S., & Silva, G. P. (2014). Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-283.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817-838.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.

## Endereço para Correspondência:

Bianca Piloto Sincerre

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Departamento de Pós-Graduação em Administração  
 Rua Ministro Godoy, 969, 4º andar, sala 4E-04 – CEP: 05015-901  
 Perdizes – São Paulo – SP  
 E-mail: bianca.sincerre@gmail.com