
GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR DECISÕES OPERACIONAIS PARA SUSTENTAR DESEMPENHO NAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS DO IBOVESPA

Rodolfo Maia Rosado Cascudo Rodrigues¹
Edilson Paulo²
Clayton Levy Lima de Melo³

▪ Artigo recebido em: 16/10/2016 ▪▪ Artigo aceito em: 26/02/2018 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 14/03/2018

RESUMO

Um dos principais incentivos para gerenciar resultados consiste na manutenção do desempenho recente da companhia. O presente trabalho busca verificar se as empresas não financeiras do Ibovespa que possuem mais incentivos para sustentar o desempenho recente, medido através do índice *Market-to-book* (MTB), gerenciam mais intensamente os resultados por manipulação de vendas, redução de despesas discricionárias e aumento da produção. A amostra é composta de 51 empresas não financeiras para os anos de 2010 a 2014. Os resultados demonstram que para separação entre MTB maior ou menor que um, não é possível afirmar que o nível de gerenciamento de resultados difere significativamente entre os grupos. Quando considerada a análise em função de clusters por K-média do MTB, constatou-se que as empresas com valores de mercado bem acima da média, e, portanto, com os maiores incentivos para gerenciar o resultado, possuem maiores níveis de manipulação de vendas e diminuição de despesas de vendas, gerais e administrativas.

Palavras-Chaves: Gerenciamento de Resultados. Decisões Operacionais. Desempenho Recente. *Market-to-book*.

¹ Mestre em Ciências Contábeis (UFRN). Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Depto de Ciências Contábeis - CCSA - Campus Central - UFRN, CEP - 59.072-970. Natal/RN, Brasil. mr-cr@hotmail.com. Telefone: (84) 98826-8690.

² Doutor em Controladoria e Contabilidade (USP). Professor do Departamento de Finanças e Contabilidade (UFPB). Universidade Federal da Paraíba. Cidade Universitária – Campus I, Castelo Branco, CEP: 58059-900. João Pessoa/PB, Brasil. E-mail: edilson.paulo@ccsa.ufpb.br. Telefone: (83) 3216-7459.

³ Doutor em Contabilidade (UnB/UFPB/UFRN). Professor Adjunto da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN). Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Depto de Ciências Contábeis - CCSA - Campus Central - UFRN, CEP - 59.072-970. Natal/RN, Brasil. E-mail: clayton_levy@hotmail.com. Telefone: (84) 3215-3486.

EARNINGS MANAGEMENT THROUGH REAL ACTIVITIES MANIPULATION TO SUSTAIN PERFORMANCE IN NON-FINANCIAL COMPANIES OF IBOVESPA INDEX

ABSTRACT

One of the main incentives for earnings management is the company's recent performance maintenance. This study aims to determine whether the non-financial companies of Ibovespa Index with more incentives to sustain recent performance, measured by the Market-to-book ratio (MTB), manage more intensely the results by sales manipulation, reduction of discretionary expenses and overproduction. The sample is composed of 51 non-financial companies for the years 2010 to 2014. The results show that for separation of MTB greater or less than one, it is not possible to say that earnings management level differs significantly between groups. When considering the analysis based on the K-means clusters of the MTB, it was found that companies with overvaluation above average MTB value, and therefore have greater incentives to manage the result, have higher levels of sales manipulation and decreased selling, general and administrative expenses.

Key Words: Earnings Management; Real Activities Manipulation; Recent Performance; Market-to-book.

1 INTRODUÇÃO

As pesquisas envolvendo a temática de gerenciamento de resultados têm se intensificado nos últimos anos no Brasil, especialmente a partir dos anos 2000. (AVELAR; SANTOS, 2010; MARTINEZ, 2013; SEIDLER; DECOURT, 2014). A matéria é relevante já que a manipulação de informações contábeis pode distorcer a evidenciação da situação econômica das empresas, levando usuários das demonstrações financeiras a tomarem decisões equivocadas.

Gunny (2005) dividiu as formas de gerenciamento de resultados em duas principais: baseada em *accruals* e baseada em atividades operacionais. A autora enfatiza ainda que a diferença principal entre as abordagens é que a segunda altera as atividades econômicas subjacentes da empresa, enquanto a primeira interfere nas escolhas contábeis.

Badertscher (2011), Cupertino, Martinez e Costa Jr (2016), Gunny (2005), Martinez e Cardoso (2009), Paulo (2007), Roychowdhury (2006) e Zang (2012), indicam que a empresa pode se utilizar das duas formas de gerenciamento de resultados simultaneamente durante o exercício. Dessa forma, a análise do gerenciamento somente baseada em *accruals* se torna incompleta já que o valor total gerenciado é dado pela soma do valor gerenciado via escolhas contábeis com o montante gerenciado por decisões operacionais.

A maioria dos estudos recentes tem focado principalmente o gerenciamento de resultados por *accruals* ou escolhas contábeis, existindo

ainda poucos trabalhos no país procurando mensurar o gerenciamento baseado em decisões operacionais, também chamado de real gerenciamento de resultados ou *real earnings management* (AVELAR; SANTOS, 2010; COHEN; ZAROWIN, 2010; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR, 2016; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; MARTINEZ, 2009; PAULO, 2007). Além dessas duas formas, Paulo (2007) destaca que também pode haver manipulação de informações contábeis através da classificação inadequada de itens das demonstrações contábeis.

Vale ressaltar que o gerenciamento de resultados não se confunde com contabilidade fraudulenta, visto que o gerenciamento de resultados ocorre dentro da norma contábil enquanto as fraudes englobam práticas não permitidas pelos órgãos reguladores (GUNNY, 2005; MARTINEZ, 2013; PAULO, 2007; RIAHI-BELKAOUI, 2004).

Martinez (2008) destaca três incentivos principais para a prática do gerenciamento dos lucros contábeis: evitar reportar pequenos prejuízos, sustentar o desempenho recente e piorar o resultado corrente para melhorar resultados futuros.

Doukakis (2014), Reis (2014), Roychowdhury (2006) encontraram evidências da utilização do *real earnings management* como forma de reverter pequenos prejuízos para reportar pequenos lucros. Já Almeida, Lopes e Corrar (2011) e Raoli (2013), verificaram que as firmas com índice *market-to-book* maior que um possuem mais *accruals* discricionários, e que o aumento no valor de mercado das companhias se associa positivamente a um aumento no gerenciamento de resultados por *accruals*, indicando, com isso, que tais empresas têm mais incentivos para sustentar essa variável elevada através das suas escolhas contábeis. Além disso, Badertscher (2011) sugere que empresas superavaliadas no mercado normalmente encontram mais restrições para gerenciar o resultado por *accruals*, recorrendo ao gerenciamento baseado em decisões operacionais.

Martinez (2001) evidenciou empiricamente que as companhias abertas brasileiras que praticam o gerenciamento de resultados através de *accruals* conseguem ludibriar o mercado no curto prazo, mas que são penalizadas no longo prazo em virtude de o mercado perceber o procedimento. Todavia, estudos têm mostrado que o gerenciamento de resultados por decisões operacionais é mais difícil de ser identificável pelo mercado, assim como é menos provável de ser questionado por auditores e reguladores (MARTINEZ, 2009; ROYCHOWDHURY, 2006).

Roychowdhury (2006) sugere que apesar de os gestores poderem manipular as atividades operacionais para atingir resultados de curto prazo, essa possibilidade se torna improvável no longo prazo. Um dos motivos consiste na possibilidade de o gerenciamento de resultados por atividades operacionais reduzir o valor da empresa, na medida em que as decisões tomadas para aumentar os resultados no presente, podem impactar negativamente os fluxos de caixa de períodos subsequentes. Nesse sentido, os achados de Gunny (2005) apontam que a *performance* de empresas após o gerenciamento das atividades operacionais é inferior economicamente, tanto em termos de retornos quanto de fluxos de caixa, em relação às empresas que não utilizaram de tal prática.

De modo contrário, alguns estudos vêm sugerindo que o gerenciamento por decisões operacionais quando realizado visando o alcance de resultados pré-determinados, como resultado zero, lucro igual ao exercício anterior, ou previsão de analistas, não possui impacto negativo no desempenho futuro das empresas (GUNNY, 2010; TAYLOR; XU, 2010; ZHAO *et al.*, 2012).

Entretanto, não se observou na literatura estudos que demonstrassem a manipulação das atividades operacionais para sustentar o desempenho recente no cenário brasileiro. Visando preencher esta janela na literatura, o presente trabalho objetiva investigar a utilização do gerenciamento de resultados por decisões operacionais para manter o desempenho recente entre as empresas não-financeiras contidas no Ibovespa no período de 2010 a 2014.

O estudo dos gerenciamentos por atividades operacionais no período pós IFRS também se torna importante, pois existem evidências de que houve uma migração do gerenciamento baseado em *accruals* para o gerenciamento baseado em decisões operacionais após essa adoção (CUPERTINO, 2013).

A presente pesquisa contribui para literatura ao evidenciar se as empresas brasileiras com expectativas por fluxos de caixa futuros refletidos pelo *Market-to-book*, por apresentarem mais incentivos em atingir resultados crescentes, levam os gestores a gerenciar com mais intensidade os resultados por decisões operacionais para sustentar o desempenho, já que os benefícios advindos dessa manipulação podem superar os custos e os efeitos adversos subjacentes à tal prática, e tendem a ser menos percebidos pelos participantes do mercado.

A pesquisa se diferencia ainda do trabalho de Cupertino (2013) e Cupertino, Martinez e Costa Jr (2016), já que os referidos trabalhos fornecem evidências do efeito do gerenciamento por decisões operacionais no valor de mercado das companhias e o impacto negativo na rentabilidade futura, enquanto que o presente estudo procura verificar o efeito do valor de mercado como forma de sustentar desempenho no nível de gerenciamento baseado em atividades operacionais. Nesse sentido, se assemelha à Badertscher (2011) que também procurou investigar a relação entre empresas superavaliadas no mercado norte americano e o impacto no gerenciamento de resultados por *accruals* e por decisões operacionais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais

De acordo com Healy e Wahlen (1999), o gerenciamento de resultados acontece quando os gestores se utilizam do julgamento na evidenciação das demonstrações financeiras e na estruturação das transações, de maneira que seja alterada a *performance* econômica subjacente da companhia, que deveria ser divulgada.

O real gerenciamento de resultados pode ser entendido como o desvio das práticas operacionais normais motivado pelo desejo dos administradores de enganar os usuários da informação contábil, de modo que acreditem que os objetivos financeiros da empresa foram atingidos no curso normal das suas operações (ROYCHOWDHURY, 2006).

Gunny (2005) lista como razões para o gerenciamento de resultados baseado em decisões operacionais em relação ao gerenciamento baseado em *accruals*: o menor risco de investigação pelos reguladores do que o relativo a algumas escolhas contábeis; uma pequena flexibilidade de escolhas contábeis devido a um padrão contábil mais rígido; e o risco de o tratamento contábil adotado não ser aceito pelo auditor.

Faz-se necessário destacar que o gerenciamento por decisões operacionais tende a ocorrer antes do gerenciamento baseado em *accruals*, visto que as operações ocorrem durante o exercício, enquanto que os *accruals* podem ser gerenciados por escolhas contábeis tanto durante quanto após o final do exercício, mas antes da publicação das demonstrações contábeis, e possuem efeito mais imediato e direto na demonstração de resultados, já que existe certo grau de incerteza quanto ao impacto do gerenciamento por decisões operacionais no resultado. Dessa forma, caso o resultado pretendido não tenha sido alcançado por manipulação das atividades operacionais, os gestores ainda podem ajustá-lo por *accruals*. (CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR, 2016; GUNNY, 2010; ZANG, 2012).

As formas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais mais encontradas na literatura são a concessão de descontos ou relaxamento do crédito para aumento de vendas, diminuição nas despesas de pesquisa e desenvolvimento, corte nas despesas de publicidades, redução de despesas com vendas, gerais e administrativas, venda de ativos imobilizados, e aumento da produção para diluição dos custos fixos nos produtos vendidos (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006).

2.2 Estudos Recentes

A literatura acadêmica sobre o gerenciamento de resultados baseado em decisões operacionais começou a ganhar maior atenção a partir principalmente dos estudos de Gunny (2005) e Roychowdhury (2006). A discussão sobre o assunto torna-se fundamental para investidores, órgãos reguladores, acionistas, analistas e demais usuários da informação contábil estarem atentos a essas formas de distorcer o retrato fidedigno da situação econômica financeira das entidades, e evitarem tomar decisões equivocadas.

Roychowdhury (2006) procurou investigar a utilização do gerenciamento de resultados por: manipulação de vendas; redução de despesas discricionárias (despesas com pesquisa e desenvolvimento, despesas com publicidade e despesas com vendas, gerais e administrativas); e superprodução para reduzir o custo fixo unitário, e conseqüentemente os custos dos produtos vendidos, comparando empresas que apresentaram pequenos lucros com as demais entidades da amostra coletada. Para isso, calculou os níveis anormais dos fluxos de caixa operacionais, das despesas discricionárias, e dos custos de produção, encontrando evidências que as empresas consideradas suspeitas se mostraram com níveis mais baixos de fluxo de caixa operacional e despesas discricionárias, e níveis mais altos de custos de produção.

Além disso, dentre as empresas com pequenos lucros, aquelas com maior oportunidade de crescimento, representada por maior índice *market-to-book*

estão mais fortemente associadas ao gerenciamento das atividades operacionais e à tentativa de evitar erros negativos na previsão dos analistas (ROYCHOWDHURY, 2006).

O trabalho de Gunny (2005), analisou se o *real earnings management* impactaria negativamente o desempenho econômico-financeiro da amostra utilizada, com dados coletados de 1988 a 2000. A autora previu e confirmou que tais empresas tiveram retorno sobre ativos e fluxos de caixas menores nos três anos subsequentes ao período de coleta, quando comparadas às companhias da amostra de controle, a qual foi selecionada para possuir as mesmas características da amostra de exame e com níveis normais das atividades operacionais testadas (diminuição das despesas com P&D, redução das despesas com vendas, gerais e administrativas, reconhecimento da venda de ativos imobilizados, e superprodução).

Nesse sentido, Cohen e Zarowin (2010) examinaram as duas principais formas de gerenciamento de resultados (*accruals* e decisões operacionais) ao redor das ofertas secundárias de ações. Os autores concluíram de que ambas as formas são praticadas antes da emissão de novas ações, e que o declínio na *performance* posteriormente à emissão ocorre mais severamente decorrente do gerenciamento das atividades operacionais que por escolhas contábeis, complementando os estudos anteriores ao evidenciar que esse declínio é causado não apenas pelas reversões dos *accruals*, mas também pelas reais consequências das decisões operacionais.

Por outro lado, quando investigadas empresas que atingiram resultados próximo de zero ou resultados do período anterior em relação à utilização das formas de gerenciamento por decisões operacionais, foram encontradas evidências de que os gestores não as utilizam somente oportunisticamente (GUNNY, 2010). O estudo de Gunny (2010) concluiu que as firmas adeptas das quatro formas de gerenciamento de atividades operacionais abordadas na literatura, alcançaram resultados posteriores melhores do que as empresas que não praticaram o gerenciamento, mas que não atingiram essas metas de resultado. A autora argumenta que isso ocorre devido aos gestores manipularem as atividades operacionais somente quando possuem confiança de que as atividades futuras irão se sobrepôr a um possível efeito adverso causado por essa manipulação. Contudo, vale destacar que os resultados em relação às empresas que não gerenciaram, mas que também atingiram os lucros determinados, não foram totalmente conclusivos.

Taylor e Xu (2010) constataram que as firmas suspeitas, que visam evitar reportar perdas, atingir a previsão dos analistas ou possuem restrições quanto às escolhas contábeis, manipulam as atividades operacionais ocasionalmente, e que isso em média não resulta em consequências negativas significantes em suas *performances* subsequentes. De modo semelhante, Zhao *et al.* (2012) encontrou que os níveis anormais de atividades operacionais estão negativamente relacionados à *performance* futura nas empresas que não atingem resultados próximos a zero ou de exercícios anteriores, enquanto que as companhias que apresentam níveis anormais com o intuito de atingir esses resultados, possuem desempenho subsequente melhores.

Badertscher (2011) buscou investigar a duração da superavaliação de empresas pelo mercado e o efeito nas probabilidades e nos mecanismos de gerenciamento de resultados. As análises apontam que quanto maior o tempo de superavaliação, maior o nível de gerenciamento de resultados, assim como é evidenciado que nos primeiros anos de superavaliação há uma presença mais forte do gerenciamento por *accruals*, migrando ao longo do tempo para gerenciamento das transações reais. Os resultados indicam ainda que as empresas utilizam as formas de gerenciamento disponíveis como maneira de sustentar essa superavaliação.

Zang (2012) demonstrou empiricamente que as firmas utilizam as duas formas principais de gerenciamento como substitutas, alternando entre cada uma delas de acordo com os custos atribuídos a ambas. Ou seja, quando o custo do gerenciamento por *accruals* é mais alto, o nível de gerenciamento por decisões operacionais é maior, e vice-versa.

Um dos primeiros estudos a tratar sobre gerenciamento de resultados por decisões operacionais no Brasil (MARTINEZ; CARDOSO, 2009), investigou os níveis anormais das despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A) e dos níveis de produção entre as empresas brasileiras não financeiras listadas com ações negociadas na Bovespa, e procurou comparar com os níveis de *accruals* discricionários. Os autores encontraram indícios de que em média as companhias praticaram alternativamente o gerenciamento de resultados baseado em *accruals* e o gerenciamento baseado em decisões operacionais. Além disso, quando gerenciam suas decisões operacionais usam as SG&A e os níveis de produção como substitutos entre si.

Em pesquisa semelhante, Martinez (2009) buscou analisar a relação entre a participação no Novo Mercado, a auditoria por uma Big Four e um Parecer com Ressalva e os gerenciamentos por escolhas contábeis (*accruals* discricionários) e por decisões operacionais. As conclusões do autor indicaram que os instrumentos estudados se mostraram significantes apenas para o gerenciamento baseado em *accruals*, havendo a necessidade de descobrir outras formas de minimizar a manipulação das atividades operacionais pelos gestores. Apenas no tocante aos níveis de produção, o Parecer com Ressalva pode ser um sinalizador de tal mecanismo.

Cupertino (2013) e Cupertino, Martinez e Costa Jr (2016) apresentaram algumas conclusões importantes acerca do gerenciamento de resultados baseado em atividades operacionais no mercado brasileiro: as empresas utilizam essa estratégia como forma de manipulação do resultado; o mercado consegue identificar os níveis anormais de despesas discricionárias, mas não percebem o efeito causado pela redução dos custos de produção e pela manipulação das vendas; os gestores levam em consideração os custos de cada estratégia de gerenciamento ao implementá-las; existe uma sequencialidade entre o gerenciamento por decisões operacionais e por *accruals*; a adoção do IFRS promoveu uma migração do gerenciamento baseado em *accruals* para o gerenciamento por decisões operacionais; e foi constatada uma relação negativa entre a manipulação das atividades operacionais e os retornos futuros da entidade.

Reis, Cunha e Ribeiro (2014) procuraram verificar o gerenciamento de resultados por decisões operacionais relacionadas ao aumento no volume das vendas e nos níveis de produção nas empresas no Índice Brasil – IbrX. Os resultados apontaram que não é possível afirmar que a amostra tenha utilizado dessas práticas. Contudo, os autores apontam que a preferência pelo gerenciamento dos *accruals* discricionários pode ter sido um dos fatores para esses achados.

2.3 Expectativa de Crescimento e o Índice *Market-To-Book*

Cupertino (2013) sugere que o mercado brasileiro não é eficiente em detectar e ajustar as expectativas à ocorrência do gerenciamento de resultados. Uma das formas de se verificar o comportamento do mercado em relação às informações contábeis é o índice *market-to-book* (MTB), o qual representa a relação entre o valor de mercado (*market value*) de uma firma e o seu valor contábil (*book value*). Esse indicador é largamente difundido como uma medida de oportunidades de crescimento (CHEN; ZHAO, 2006), e pode ser também considerado como uma forma de mensurar o conservadorismo (ROYCHOWDHURY; WATTS, 2007).

A lógica subjacente é que a contabilidade não reconhece os ganhos totalmente, ficando esse reconhecimento completo para períodos futuros. Ou seja, a prática contábil não reconhece os aumentos de valor dos ativos líquidos não verificáveis diretamente no mercado, e nem a expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) gerado internamente pela empresa, o que acarreta em acumulações de diferenças positivas entre o valor de mercado e o valor patrimonial. Além disso, o índice é uma medida do conservadorismo em função do aumento do MTB decorrente da falha no reconhecimento dos ganhos, servir como uma proteção para evitar reportar perdas subseqüentes (ROYCHOWDHURY; WATTS, 2007).

Sendo assim, as empresas que possuem alto índice *market-to-book* são vistas pelos agentes do mercado com grande potencial de crescimento, e conseqüentemente, com alta expectativa de geração de fluxos de caixa futuros. O índice então busca captar algo além das informações contábeis divulgadas, refletindo um valor para essa expectativa de rentabilidade que a contabilidade não consegue mensurar. Com isso, pode surgir o oportunismo para utilizar decisões contábeis como forma de manter uma sinalização positiva para o mercado de que a empresa gera mais valor que o contido nas demonstrações. (ALMEIDA; LOPES; CORRAR, 2011).

Dessa forma, o descolamento entre o valor de mercado e o “valor de livro”, representado por índice maior que um é considerado como incentivo para que a empresa mantenha o numerador superior ao denominador. Martinez (2008) corrobora essa percepção afirmando que companhias com alto valor negociado em relação ao valor patrimonial tendem a gerenciar resultados como maneira de manter o desempenho recente.

Almeida, Sousa e Rodrigues (2009) avaliaram a relação entre cada componente do lucro (fluxo de caixa e *accruals*) e a expectativa do mercado do valor da companhia medida pelo índice *market-to-book*. Os achados da

pesquisa demonstram que ambos componentes se associam positivamente com as oportunidades de crescimento, sendo essa relação mais forte para o fluxo de caixa, indicando a maior proximidade entre a capacidade de geração de caixa e o valor da empresa.

Almeida, Lopes e Corrar (2011) analisaram as companhias de capital aberto da Bovespa as dividindo em dois grupos: as que possuíam *market-to-book* acima de um e aquelas que possuíam índice inferior a um. Eles então testaram se haviam diferenças estatisticamente significantes para os *accruals* discricionários entre os grupos, descobrindo que as empresas do primeiro grupo realmente possuíam níveis de *accruals* superiores ao segundo.

Em estudo semelhante, Raoli (2013) investigou a variação dos *accruals* em relação ao valor de mercado nas companhias italianas listadas na Bolsa de Valores de Milão. Para isso, utilizou o *Market-to-book* e verificou que as firmas com maior valor de mercado possuem incentivos mais fortes para gerenciar os resultados, assim como, aumentar o nível do gerenciamento a fim de sustentar o alto valor de mercado. Por outro lado, o estudo também demonstrou que uma diminuição no valor de mercado foi acompanhada por uma redução no nível de *accruals* totais calculados.

Esses resultados são importantes na medida em que o gerenciamento de resultados das atividades operacionais, objeto do presente estudo, interferem nos fluxos de caixa da companhia, devendo, portanto, se investigar o comportamento dos gestores frente ao supracitado indicador como *proxy* para sustentação de desempenho, em relação ao verificado no gerenciamento baseado em *accruals*.

3 METODOLOGIA

3.1 Dados e Amostra

A amostra inicial compreende 70 companhias que compunham o Índice Bovespa em 31/12/2014. O Ibovespa foi escolhido por representar a carteira de ativos listados na B3 S/A Brasil Bolsa Balcão com maior volume de negociações e maior representatividade do mercado de ações brasileiro. Dessa primeira seleção, foram eliminadas: 14 empresas financeiras, devido ao setor possuir um sistema de normas contábeis próprias que se diferencia dos demais setores; 3 por duplicidade de ações (ordinárias e preferenciais); e 2 entidades com dados faltantes. Sendo assim, a amostra restante totalizou 51 companhias (vide Quadro 1), para as quais foram coletados dados do período de 2010 a 2014, somando um total geral de 255 observações.

O período inicial de 2010 se justifica em função de ser o ano em que o Brasil passou a estar totalmente convergido às normas internacionais de contabilidade, e em função do modelo utilizado requerer informações da demonstração dos fluxos de caixa, o que passou a estar disponível para muitas empresas apenas após esse ano. Os dados foram então coletados do banco de dados da *Bloomberg*.

Quadro 1 – Amostra do Ibovespa com base em 31/12/2014

Ordem	Ação	Empresa	Ordem	Ação	Empresa
1	ABEV3 BZ Equity	AMBEV AS	27	HGTX3 BZ Equity	CIA HERING
2	ALLL3 BZ Equity	ALL AMERICA LATINA	28	HYPE3 BZ Equity	HYPERMARCAS AS
3	BRFS3 BZ Equity	BRF AS	29	JBSS3 BZ Equity	JBS
4	BRKM5 BZ Equity	BRASKEM	30	KLBN11 BZ Equity	KLABIN SA
5	CCRO3 BZ Equity	CCR AS	31	KROT3 BZ Equity	KROTON
6	CESP6 BZ Equity	CESP	32	LAME4 BZ Equity	LOJAS AMERICANAS
7	CMIG4 BZ Equity	CEMIG	33	LIGT3 BZ Equity	LIGHT AS
8	CPFE3 BZ Equity	CPFL ENERGIA SA	34	LREN3 BZ Equity	LOJAS RENNER AS
9	CPLE6 BZ Equity	COPEL	35	MRFG3 BZ Equity	MARFRIG GLOBAL FOOD
10	CRUZ3 BZ Equity	SOUZA CRUZ	36	MRVE3 BZ Equity	MRV ENGENHARIA
11	CSAN3 BZ Equity	COSAN	37	NATU3 BZ Equity	NATURA
12	CSNA3 BZ Equity	SID NACIONAL	38	OIBR4 BZ Equity	OI SA
13	CYRE3 BZ Equity	CYRELA	39	PCAR4 BZ Equity	PÃO DE AÇÚCAR
14	DTEX3 BZ Equity	DURATEX AS	40	PDGR3 BZ Equity	PDG REALTY
15	ECOR3 BZ Equity	ECORODOVIAS	41	PETR3 BZ Equity	PETROBRAS
16	ELET3 BZ Equity	ELETROBRAS	42	POMO4 BZ Equity	MARCOPOLO
17	ELPL4 BZ Equity	ELETROPAULO	43	RENT3 BZ Equity	LOCALIZA
18	EMBR3 BZ Equity	EMBRAER	44	RSID3 BZ Equity	ROSSI RESIDENCIAL
19	ENBR3 BZ Equity	ENERGIAS DO BRASIL	45	SBSP3 BZ Equity	SABESP
20	ESTC3 BZ Equity	ESTACIO	46	SUZB5 BZ Equity	SUZANO PAPEL
21	EVEN3 BZ Equity	EVEN	47	TBLE3 BZ Equity	TRACTEBEL
22	FIBR3 BZ Equity	FIBRIA CELULOSE	48	TIMP3 BZ Equity	TIM PARTICIPAÇÕES
23	GFGA3 BZ Equity	GAFISA	49	USIM5 BZ Equity	USIMINAS
24	GGBR4 BZ Equity	GERDAU	50	VALE3 BZ Equity	VALE AS
25	GOAU4 BZ Equity	MET GERDAU	51	VIVT4 BZ Equity	TELEFÔNICA BRASIL
26	GOLL4 BZ Equity	GOL			

Fonte: Adaptado do Índice Bovespa, 2014.

3.2 Modelo Utilizado

Foi escolhido o modelo de Roychowdhury (2006), já amplamente utilizado pela literatura científica (BADERTSCHER, 2011; COHEN; ZAROWIN, 2010; CUPERTINO; MARTINEZ; COSTA JR, 2016; DOUKAKIS, 2014; MARTINEZ, 2009; MARTINEZ; CARDOSO, 2009; REIS, 2014; REIS; CUNHA; RIBEIRO, 2014; ZANG, 2012), para medir o gerenciamento das atividades operacionais por manipulação de vendas, redução das despesas de vendas, gerais e administrativas, e aumento da produção.

A manipulação das vendas é mensurada pelo nível anormal do Fluxo de Caixa Operacional (CFO), já que uma redução acentuada nos preços ou relaxamento de crédito com essa intenção, irá impactar esse fluxo. Dessa forma, pode-se estimar o nível normal do CFO através da regressão a seguir, sendo o nível anormal representado pelo resíduo estimado:

$$CFO_t/A_{t-1} = B_0 + B_1(1/A_{t-1}) + B_2(S_t/A_{t-1}) + B_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

em que:

CFO_t = Fluxo de Caixa Operacional no período t;

S_t = Receita Líquida no período t;

ΔS_t = Receita Líquida no período t – Receita Líquida no período t-1;

A_{t-1} = Ativo Total no período t-1.

As Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas, as quais são discricionárias do gestor, são calculadas através da seguinte equação:

$$SG\&A_t/A_{t-1} = B_0 + B_1(1/A_{t-1}) + B_2(S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

em que:

SG&A_t = Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas no período t;

S_{t-1} = Receita Líquida no período t-1.

O modelo de Roychowdhury (2006) é calculado considerando como despesas discricionárias as despesas com propaganda, as despesas com pesquisa e desenvolvimento, e as despesas de vendas, gerais e administrativas. Para o presente trabalho, apenas a última foi utilizada como variável dependente, e o erro da regressão indica o nível anormal pela redução desse grupo de despesas.

Seguindo o mesmo raciocínio, o resíduo da regressão abaixo foi utilizado para medir os níveis anormais dos Custos de Produção:

$$PRODT_t/A_{t-1} = B_0 + B_1(1/A_{t-1}) + B_2(S_t/A_{t-1}) + B_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + B_3(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

em que:

$PROD_t = \text{Custos da Receita Líquida no período } t + \Delta\text{Estoques no período } t;$

$\Delta St-1 = \text{Receita Líquida no período } t-1 - \text{Receita Líquida no período } t-2.$

Os Custos de Produção, calculados através dos Custos correspondentes a Receita Líquida somados à variação nos Estoques, visa minimizar algum possível viés que possa existir na manipulação dos *accruals* dos Estoques. Além disso, os Custos de Produção envolvem tanto os produtos/mercadorias vendidos quanto as que permanecem em estoque, sendo, portanto, mais adequado usar a soma das duas variáveis.

Exclusivamente para esse último modelo, envolvendo $PROD_t$, foram retiradas as empresas CCR, Cyrela, Ecorodovias, Estácio, PDG Realty e Localiza, como forma de minimizar uma possível distorção na análise, visto que não possuíam dados quanto a Estoques e Custos em função das características de suas atividades econômicas. Dessa forma, as observações quanto aos níveis anormais de Custos de Produção totalizaram 225, referentes às 45 empresas restantes.

Em todas as equações, é incluído um intercepto escalado pelo Ativo Total ($1/At-1$), com o intuito de evitar uma possível correlação entre o Fluxo de Caixa Operacional e a Receita (Roychowdhury, 2006). Os modelos foram calculados através de *pooled regression*, ou seja, considerando os dados como se estivessem em um mesmo tempo, por meio do pacote estatístico *Stata*®. Nenhum dos modelos apresentou multicolinearidade severa, com teste *Variance Inflation Factor* – VIF aceitável abaixo de 5. Todas as regressões foram rodadas pelo método robusto para heterocedasticidade, aplicando a correção de White para os erros-padrão. De forma geral, quanto maior o valor em módulo dos resíduos, maior é o nível de gerenciamento por decisões operacionais.

3.3 Comparação da Amostra

Consistente com Almeida, Lopes e Corrar (2011), Badertscher (2011), Martinez (2001) e Martinez (2008), dividiu-se a amostra segregando as empresas que apresentam elevado valor de mercado, como aquelas que representam mais incentivos a tentar evitar queda nos resultados atuais e sustentar o desempenho recente, possuindo maior perspectiva de crescimento. Foi utilizada como *proxy* para identificar as companhias com mais incentivos para sustentar esse desempenho, o índice *market-to-book* (MTB) maior que um relativo ao início do período.

Essa separação implicou em uma variável *dummy*, na qual a empresa ano com MTB_{t-1} maior que um, receberam 1, e as observações restantes 0. Coerente com Gunny (2010), foram usadas como variáveis de controle o log natural do ativo ($LnAT$) a fim de controlar os efeitos de tamanho, e o Retorno sobre o Ativo (ROA) com o intuito de diminuir um possível viés por correlação entre o desempenho e os valores anormais das atividades. Do mesmo modo

que Roychowdhury (2006), o ROA foi calculado considerando o Ativo Total do período anterior.

Assim, os níveis anormais de CFO (Ab_CFO), SG&A (Ab_SG&A) e PROD (Ab_PROD) foram regredidos individualmente com as variáveis independentes DummyMTB1, o LnAT e o ROA, verificando assim se os níveis de gerenciamento das atividades operacionais diferem significativamente entre os dois grupos. Para as equações possuindo Ab_CFO e Ab_SG&A como variável dependente, foram excluídas duas observações referentes aos anos de 2010 e 2011 da Ecorodovias por ausência da informação quanto à capitalização do mercado, totalizando 253 observações, das quais 185 com $MTB > 1$, e 68 com $MTB < 1$. Para os custos de produção permaneceram as mesmas 225 observações ($MTB > 1 = 159$; $MTB < 1 = 66$), já que essa empresa já havia sido excluída. Essas regressões também foram estimadas de forma robusta para a heterocedasticidade.

Como forma alternativa e intencionando examinar as empresas que estão acima da média com relação ao *Market-to-book*, utilizou a Análise por *Clusters* de K-médias para separar os dois grupos da variável binária. Os *clusters* foram então formados centrados pela média do MTB_{t-1} , baseados na distância euclidiana de cada observação em relação à média, de modo que fossem minimizadas as diferenças intragrupos e maximizadas as dissimilaridades entre grupos (LATTIN; CARROL; GREEN, 2011).

Relativos aos dados referentes à Ab_CFO e Ab_SG&A, essa segregação resultou em um grupo de 22 empresas-ano com valores bem acima da média do MTB (variável 1) e outro grupo com as demais 231 observações (variável 0). Já em relação à Ab_PROD, tem-se a variável 1 com 21 observações se distanciando dessa média, e as restantes 204 empresas-ano com variável 0. As regressões foram então recalculadas considerando essa nova variável *dummy* para o MTB (DummyMTB2).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A estatística descritiva para toda a amostra pode ser observada no Quadro 2 abaixo:

Quadro 2 – Estatística Descritiva para os anos de 2010 a 2014

Variável	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mín.	Máx.
CFO _t /At _{t-1}	255	0,0870	0,1060	-0,2352	0,4471
SG&A _t /At _{t-1}	255	0,1613	0,1819	0,0000	1,0758
PROD _t /At _{t-1}	255	0,5359	0,4279	0,0000	3,0581
1/At _{t-1}	255	1,68E-10	2,81E-10	1,48E-12	1,86E-09
S _t /At _{t-1}	255	0,8299	0,5439	0,1453	3,4204
ΔS _t /At _{t-1}	255	0,1171	0,2057	-0,8125	1,2912

St-1/At-1	255	0,7128	0,4217	0,1470	2,1685
Δ St-1/At-1	255	0,0948	0,1674	-0,6884	1,2504

Fonte: Elaborado pelos autores, 2015.

O quadro expõe que em geral os desvios-padrões são elevados em relação à média, com destaque para os desvios do Fluxo de Caixa Operacional (0,1060), das Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas (0,1819), e das Variações das Receitas nos tempos t (0,2057) e $t-1$ (0,1674). Isso demonstra certa heterogeneidade na amostra, já que os valores das variáveis para as empresas variam bastante, apesar de essas empresas comporem o mesmo Índice por apresentarem determinadas características de mercado comuns. Além disso, pode-se afirmar que em média as companhias estão conseguindo gerar fluxos operacionais positivos de 8,70% dos ativos do início do período.

4.2 Níveis Anormais das Atividades Operacionais

Os resultados das regressões para cada variável independente investigada (CFO, SG&A e PROD), foram resumidos na Tabela 1. As estatísticas t podem ser visualizadas entre parênteses. Os coeficientes apresentados demonstram o cálculo do nível "normal" das respectivas atividades operacionais. O poder explicativo (R^2) foi relativamente baixo para o Fluxo de Caixa Operacional (14%), mas relativamente bons para as Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas (53%) e Custos de Produção (82%).

Tabela 1 – Resultados do Modelo Utilizado

	CFO t /At-1	SG&A t /At-1	PROD t /At-1
Obs	255	255	225
R ²	0,1377	0,5348	0,8201
Intercepto	0,0337*** (2,90)	-0,0560*** (-3,03)	0,0425 (1,39)
1/At-1	-3,71E+07 (-1,50)	1,14E+08*** (4,38)	-2,59E+08*** (-3,62)
St/At-1	0,1047*** (4,87)		0,5922*** (9,65)
Δ St/At-1	-0,2340*** (-3,83)		0,3576*** (2,87)
St-1/At-1		0,2780*** (8,05)	
Δ St-1/At-1			0,2194** (2,11)

Significante a 5%. *Significante a 1%

Fonte: Elaborado pelos autores, 2015.

A única variável não significativa para o modelo de CFO foi o intercepto escalado $1/At-1$. A Receita Líquida e a Variação da Receita Líquida no período t , se mostraram significantes ao nível de 1%. Enquanto a Receita Líquida apresentou um relacionamento positivo com o nível normal do CFO, coerente com Cupertino (2013) e Roychowdhury (2006), observa-se uma relação negativa da Variação da Receita Líquida, indicando que uma grande variação na Receita de um período para outro pode ter um efeito inverso no CFO. Uma possível explicação consiste na hipótese de a variação das receitas ser decorrente de um relaxamento de crédito, o que não irá refletir diretamente no Fluxo de Caixa. Ademais, esse comportamento pode ter ocorrido devido à grande heterogeneidade dos dados. Vale destacar que embora essa variável tenha tido sinal positivo no trabalho de Cupertino (2013), ela não se mostrou significativa.

Em relação a regressão com SG&A, todas as variáveis dependentes demonstraram ser significantes ao nível de 1%, incluindo o intercepto e o intercepto padronizado pelo Ativo Total. O relacionamento positivo e significativo para o parâmetro envolvendo a Receita do período $t-1$, também é consistente com a literatura anterior.

A última coluna da Tabela 1 expõem os parâmetros dos Custos de Produção. As variáveis explicativas $1/At-1$, $St/At-1$ e $\Delta St/At-1$ são estatisticamente significativas ao nível de 1%, enquanto que a variável $\Delta St-1/At-1$ se mostrou significativa somente a 5%, mas que também é considerado aceitável. As três variáveis envolvendo a Receita Líquida, seja absoluta ou as variações nos períodos t e $t-1$ possuem relações positivas com PROD. Esse fato indica que aumentos subsequentes na receita são acompanhados por incrementos nos níveis normais nos Custos de Produção.

4.3 Análise Comparativa para Sustentação do Desempenho

Para cada nível normal de CFO, SG&A e PROD foram então previstos os níveis anormais Ab_CFO , $Ab_SG\&A$ e Ab_PROD , dessas variáveis, mensurados através dos resíduos de cada regressão abordada na subseção anterior. Esses resíduos são utilizados como variáveis explicadas, conforme pode visualizado na Tabela 2. O regressor objeto de investigação, $DummyMTB1$, recebe o valor 1 para a observação com *Market-to-book* calculado acima de um, e o valor 0 para $MTB < 1$.

Tabela 2 – Análise da Amostra pelo *Market-to-book* maior que 1

	Ab_CFO	Ab_SG&A	Ab_PROD
Obs	253	253	225
R2	0,3525	0,0560	0,3323
Intercepto	-0,7753*** (-6,21)	-0,2133 (-1,61)	0,7692*** (4,00)
DummyMTB1	0,0209	0,0087	-0,0054

	(1,40)	(0,56)	(-0,26)
LnAT	0,0305***	0,0079	-0,0291***
	(6,11)	(1,40)	(-3,60)
ROA	0,6254***	0,3224***	-1,1527***
	(7,45)	(3,06)	(-8,21)

***Significante a 1%

Fonte: Elaborado pelos autores, 2015

A variável *DummyMTB1* apresentou valores positivos para as variáveis dependentes *Ab_CFO* e *Ab_SG&A*. Esses relacionamentos permitem verificar indícios de que o grupo com *Market-to-book* maior que um apresenta níveis anormais de CFO e SG&A maiores que as empresas com MTB menor que um, sendo superior 2,09% dos ativos, em média, para o Fluxo Operacional, e do mesmo modo 0,87% maior para as Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas. Contudo, o fato de os estimadores não serem significantes faz com que não seja possível afirmar que os níveis de gerenciamento por manipulação de vendas e redução de despesas discricionárias são estatisticamente diferentes entre os dois grupos.

A terceira coluna da Tabela 2 apresenta as estatísticas referentes a regressão para *Ab_PROD*. A variável binária que separa os dois grupos apresentou valor negativo de -0,0054, o que indica que as empresas com *MTB*>1 apresentam média dos níveis anormais dos Custos de Produção menores 0,54% dos ativos do que o restante da amostra com *MTB* menor que um. Todavia, assim como para as demais variáveis independentes, a não significância da *DummyMTB1* implica na não confirmação de que os dois grupos possuem graus estatisticamente diferentes de gerenciamento da produção.

Seguindo o tratamento dos dados, foi então feita uma nova segregação dos grupos em função do *Market-to-book*, utilizando a Análise por *Clusters* de K-Médias, a qual permitiu identificar como variável binária 1 as empresas que possuem valores de mercado bem acima dos respectivos valores contábeis (valor 0 para as demais). Logo, essas companhias são aquelas que têm os maiores incentivos para gerenciar os resultados a fim de sustentar esse desempenho em valor bastante superior ao valor médio. A Tabela 3, a seguir, ilustra os resultados para reestimação das equações considerando essa nova *dummy* (*DummyMTB2*):

Tabela 3 – Análise da Amostra por Clusters de K-Médias

	Ab_CFO	Ab_SG&A	Ab_PROD
Obs	253	253	225
R2	0,3590	0,0992	0,3633
Intercepto	-0,7572*** (-6,77)	-0,2428* (-1,78)	0,8610*** (4,52)
<i>DummyMTB2</i>	0,0461**	0,1008**	-0,1227**

	(2,26)	(2,28)	(-2,34)
LnAT	0,0303***	0,0093	-0,0331***
	(6,53)	(1,63)	(-4,13)
ROA	0,5934***	0,2256**	-1,0260***
	(6,74)	(2,55)	(-8,27)

*Significante a 10%. **Significante a 5%. ***Significante a 1%

Fonte: Elaborado pelos autores, 2015.

Por essa abordagem, os coeficientes relativos à variável de estudo *DummyMTB2* se mostraram significantes a 5% para as três variáveis dependentes, *Ab_CFO*, *Ab_SG&A*, e *Ab_PROD*. Os valores permitem afirmar que para o Fluxo Operacional, o grupo de observações formado pelos maiores valores de mercado, bem acima da média, apresentam nível anormal médio de 4,61% dos ativos totais, maior que o restante da amostra. Considerando o *Ab_SG&A*, a média do nível anormal é superior em torno de 10%, indicando um nível de gerenciamento 10% maior para as empresas-ano que possuem os maiores incentivos para manter a *performance* recente.

De forma contrária, para os Custos de Produção encontrou-se que as empresas que receberam variável binária 1 evidenciaram um valor de *Ab_PROD* inferior aproximadamente de 12% em relação as demais observações, as quais possuem *Market-to-book* em torno e abaixo da média da amostra. Essas empresas podem não preferir esse tipo de manipulação por entenderem que aumentando a produção, os custos de produção consequentemente irão aumentar, o que poderá impactar negativamente o caixa da companhia no curto prazo, e os níveis de estoques também irão subir, pois ficará com unidades produzidas que não possuem expectativa de demanda para absorvê-las.

Portanto, a análise permite concluir que as empresas-ano com índice *Market-to-book* maior que um não apresentam níveis de gerenciamento de resultados por decisões operacionais estatisticamente maiores que as empresas com *MTB* menor que um. Esse resultado difere de Almeida, Lopes e Corrar (2011) que encontraram que as empresas com *MTB*>1 apresentam gerenciamento baseado em *accruals* maiores que as demais com *MTB*<1.

Entretanto, quando utilizado o critério de K-Médias para separação da amostra, pode-se afirmar que as empresas com *MTB* bem acima da média possuem níveis de manipulação de vendas e redução das despesas discricionárias estatisticamente maiores que as demais observações. Já com relação aos Custos de Produção, conclui-se que essas empresas-ano utilizam em menor escala o aumento da produção para diminuir o custo unitário do produto vendido. Ou seja, as empresas que possuem os maiores incentivos para sustentar o desempenho recente, medidos pelo *Market-to-book*, priorizam o gerenciamento de resultados por atividades operacionais envolvendo a manipulação das vendas por descontos excessivos e relaxamento do crédito, e o corte de despesas de vendas, gerais e administrativas, enquanto que as entidades que apresentam menores incentivos para sustentar o desempenho utilizam mais ativamente a maximização da sua produção como maneira de

majorar o resultado do período. Embora Badertscher (2011) tenha utilizado uma metodologia diferente, os resultados reportados se assemelham ao referido estudo, na medida em que fornece evidências de que empresas superavaliadas gerenciam mais intensamente os resultados para manter essa superavaliação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou investigar a utilização do gerenciamento de resultados baseado em decisões operacionais pelas empresas não financeiras contidas no Ibovespa que possuem incentivos para manter o desempenho recente, medido através do índice *Market-to-book*. Para isso, foram coletados dados de 2010 a 2014, e utilizou-se os modelos de Roychowdhury (2006), bastante difundidos na academia, para verificação dos níveis anormais de Fluxo de Caixa Operacional, Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas, e Custos de Produção, como *proxies* para a manipulação das vendas, redução de despesas discricionárias e aumento excessivo da produção.

Inicialmente, as observações foram divididas em dois grupos de acordo com MTB maior ou menor que um. Ou seja, empresas que possuíam maior valor de mercado que o valor contábil e entidades que tinham menor valor de mercado em relação ao valor contábil. De forma complementar, foi ainda feita uma segunda segregação de acordo com a média do MTB através da Análise por *Clusters* de K-Médias.

Os resultados das regressões demonstraram que o fato de possuírem MTB maior ou menor que um não implicou em níveis de gerenciamento das atividades operacionais estatisticamente diferentes. Quando analisadas as companhias com maiores incentivos para sustentar o desempenho recente, em função de terem os mais altos valores de mercado, verificou-se um maior índice de gerenciamento de resultados por manipulação das vendas e redução das despesas discricionárias. Já com relação ao aumento da produção, as análises evidenciaram uma maior tendência de gerenciamento para aquelas empresas que têm menos incentivos do mercado, refletidos pelo MTB em torno e abaixo da média.

Os resultados apresentados se restringem à amostra examinada e não podem ser generalizados. Constitui-se como limitação da pesquisa a pequena quantidade de observações, o que pode ter influenciado na grande heterogeneidade dos dados. Sugere-se para pesquisas futuras a utilização de uma maior quantidade de dados, bem como a utilização de um ambiente *cross-sectional*. Além disso, sugere-se investigar: o gerenciamento por decisões operacionais e por *accruals* conjuntamente e como os gestores brasileiros priorizam ou alternam entre essas duas formas diante dos incentivos do mercado; como o gerenciamento das atividades operacionais afeta o desempenho futuro dessas companhias; e se esse gerenciamento é percebido pelos analistas e demais agentes do mercado após a divulgação das demonstrações financeiras.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F. de; SOUSA, A. F. de; RODRIGUES, A. Fluxo de Caixa e *Accruals*: Objetividade Versus Subjetividade no Índice *Market-to-book* das Companhias Abertas Brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 4, n. 1, p. 106-117, 2009.
- ALMEIDA, J. E. F. de; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice *market-to-book*. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 4, n. 1, p. 44-62, 2011.
- AVELAR, E. A.; SANTOS, T. S. Gerenciamento de resultados contábeis: uma análise das pesquisas realizadas no Brasil entre os anos de 2000 e 2009. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online)**, v. 15, n. 3, p. 19-33, 2010.
- BADERTSCHER, B. A. Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. **The Accounting Review**, v. 86, n. 5, p. 1491-1518, 2011.
- CHEN, L.; ZHAO, X. On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. **Finance Research Letters**, v. 3, p. 253–266, 2006.
- COHEN, D. A.; ZAROWIN, P. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1, p. 2-19, 2010.
- CUPERTINO, C. M. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais**. 2013. 126 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 2013.
- CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L.; COSTA JR, N. C. A. da. Consequências para a Rentabilidade Futura com o Gerenciamento de Resultados por Meio de Atividades Operacionais Reais. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 71, p. 232-242, 2016.
- DOUKAKIS, L. C. The effect of mandatory IFRS adoption on real and accrual-based earnings management activities. **J. Account. Public Policy**, v. 33, p. 551-572, 2014.
- GUNNY, K. **What Are the Consequences of Real Earnings Management?** Working paper: University of California, 2005. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.463.841&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 22.out.2015.
- GUNNY, K. The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. **Contemporary Accounting Research**, v. 27, n. 3, 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**, v. 13, n. 4, p. 365–383, 1999.

LATTIN, J. M.; CARROL, J. D.; GREEN, P. E. **Análise de dados multivariados**. São Paulo: Cengage learning, 2011.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.19, n.46, p.7-17, 2008.

MARTINEZ, A. L. 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/SP, **Anais...** São Paulo, 2009.

MARTINEZ, A. L.; CARDOSO, R. L. Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais. **REAd**, v. 15, n. 3, p. 600-626, 2009.

MARTINEZ, A. L. Earnings management in Brazil: a survey of the literature. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-29, 2013.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 2 v. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

RAOLI, E. Do managers engage in earnings management to support firm's market valuation? **Corporate Ownership & Control**, v. 10, n. 2, p. 627-645, 2013.

REIS, E. M. **Um estudo empírico do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas abertas brasileiras**. 2014. 154 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, 2014.

REIS, E. M.; CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, D. M. Análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas componentes do IBRX – Índice Brasil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 2, p. 201-223, 2014.

RIABI-BELKAOUI, A. **Accounting Theory**. 5. ed. London: Cengage learning, 2004.

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

ROYCHOWDHURY, S.; WATTS, R. L. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 44, p. 2-31, 2007.

SEIDLER, J. C. O.; DECOURT, R. F. Gerenciamento de resultados: análise bibliométrica dos estudos científicos nacionais no período de 2006 a 2013. **ReCont: Registro Contábil**, v. 5, n. 2, p. 21-48, 2014.

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

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

ZHAO, Y.; CHEN, K. H.; ZHANG, Y.; DAVIS, M. Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. **J. Account. Public Policy**, v. 31, n. 1, p. 109-135, 2012.