

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS - CCSA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ANA CRISTINA PEREIRA

**ANÁLISE DA PRÁTICA DO ALISAMENTO DE RESULTADOS SOBRE
O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS ABERTAS APÓS O PROCESSO
DE CONVERGÊNCIA ÀS IFRS.**

São Paulo

2014

ANA CRISTINA PEREIRA

**ANÁLISE DA PRÁTICA DO ALISAMENTO DE RESULTADOS SOBRE
O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS ABERTAS APÓS O PROCESSO
DE CONVERGÊNCIA ÀS IFRS.**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

**São Paulo
2014**

P436a Pereira, Ana Cristina

Análise da prática do alisamento de resultados sobre o endividamento das empresas abertas após o processo de convergência às IFRS / Ana Cristina Pereira - 2014.

100f.: il., 30 cm

Tese (Doutorado em Administração de Empresas) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.

Orientação: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Bibliografia: f. 71-89

1. Estrutura de capital. 2. Gerenciamento de resultados. 3.
Alisamento de resultados. 4. IFRS. I. Título.

CDD 658.152

Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Benedito Guimarães Aguiar Neto

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação

Prof^ª. Dr^ª. Helena Bonito Couto Pereira

Coordenadora Geral da Pós-Graduação Stricto Sensu - CPGS

Prof^ª. Dr^ª. Angélica Tanus Benatti Alvim

Diretor do Centro de Ciências Sociais e Aplicadas

Prof. Dr. Adilson Aderito da Silva

**Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração de
Empresas**

Prof. Dr. Walter Bataglia

ANA CRISTINA PEREIRA

**ANÁLISE DA PRÁTICA DO ALISAMENTO DE RESULTADOS SOBRE
O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS ABERTAS APÓS O PROCESSO
DE CONVERGÊNCIA ÀS IFRS.**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Administração de Empresas.

Aprovada em 27/10/2014

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura – Orientador
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Claudio Parisi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

Prof. Dr. Henrique Formigoni
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr^a. Michele Nascimento Jucá
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Dedico este trabalho:

*à minha mãe Maria Albertina,
pelo exemplo de coragem e perseverança.*

*ao meu pai Angelino,
pelo exemplo de dignidade e honestidade.*

*ao meu marido Marcelo,
pelo amor, companheirismo e incentivo constante.*

AGRADECIMENTOS

Porque somos espíritos vivendo uma experiência humana!!! Agradeço a Deus, pelo dom da vida como oportunidade diária de evolução espiritual.

Ao Professor Doutor Wilson Toshiro Nakamura, pelos ensinamentos e orientações transmitidos para a realização deste trabalho.

Aos Professores Doutores Eduardo Kazuo Kayo, Henrique Formigoni, Claudio Parisi e Michele Nascimento Jucá, pelas relevantes contribuições prestadas por ocasião do exame de qualificação e da defesa pública.

Meu eterno carinho ao Professor Doutor Diógenes Manoel Leiva Martin, pela confiança depositada desde o processo de seleção para o ingresso no Programa de Doutorado.

Ao meu primeiro incentivador Professor Doutor Ivam Ricardo Peleias para a continuidade dos meus estudos após o mestrado. Também o agradeço pelos inúmeros conselhos de vida ao longo destes 14 anos.

Aos Professores Doutores Dênis Forte, Diógenes de Souza Bido, Emerson Fernandes Marçal e Leonardo Fernando Cruz Basso, pelos conhecimentos transmitidos nas disciplinas do Doutorado e pelos vários conselhos generosamente recebidos.

Um agradecimento afetuoso à Professora Doutora Maria Luisa Mendes Teixeira, pela brilhante condução da disciplina de Teoria das Organizações, na qual me fez enxergar novas possibilidades de pesquisa e notadamente me tornou uma apaixonada por Foucault.

Meu especial agradecimento à Professora Doutora Darcy Mitiko Mori Hanashiro, pelo voto de confiança e incentivo.

Agradeço também a CAPES (Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior) pela concessão de bolsa parcial para a continuidade de meus estudos no doutorado.

Um especial agradecimento à Andreia Regina Arantes, secretária do programa de Mestrado e Doutorado, que sempre teve uma palavra de incentivo, acreditou em mim e que por fim tornou-se e a tenho como uma grande amiga guardada em meu coração para sempre.

Ao meu querido amigo e companheiro de disciplinas Eli Hadad Júnior. Rendo-lhe homenagens por sua generosidade em compartilhar seus conhecimentos comigo e com tantos outros colegas do mestrado e doutorado. Sempre disposto e alegre “brincando” com a temida “Econometria”. Muito obrigado amigo!!! Eu não teria conseguido sem a sua ajuda!!!

Ao meu valente amigo Andrew Drummond Murray, que muito contribuiu com materiais e principalmente com palavras de incentivo nas horas difíceis. Obrigado amigo!!!

Agradeço também ao Prof. Doutor Luis Hernan Contreras Pinochet, por continuamente ter me incentivado e apoiado para a continuidade de meus estudos.

Aos meus ex-alunos, hoje “filhos postíços”: Ana Carolina Rodrigues Duran e Leonardo do Amaral Villela, que me ajudaram e muito com a organização dos dados desta pesquisa nas planilhas em Excel.

Aos meus familiares e inúmeros amigos e amigas que o espaço aqui não permite mencionar: muito obrigado... sou abençoada por ter tantas pessoas boas em meu caminho!!!

RESUMO

O objetivo geral deste trabalho foi analisar se os gestores praticam o alisamento de resultados, quando exercem o poder de julgar e escolher as práticas contábeis, objetivando um determinado endividamento. Trata-se de um estudo empírico-analítico, com natureza descritivo-longitudinal. A população é composta por todas as companhias abertas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA. Os dados das empresas foram coletados no banco de dados da Economatica. A amostra foi composta 273 empresas no período entre 2008 e 2013. Para as variáveis independentes de Alisamento de Resultados e Endividamento, foram utilizados valores defasados, pois partiu-se da premissa de que a cada período, os gestores ajustam a estrutura de capital ao objetivo desejado – endividamento alvo. Inicialmente foram identificadas as empresas alisadoras e as não alisadoras, conforme a metodologia proposta por Eckel (1981). Em seguida foi calculado o grau de alisamento das empresas alisadoras conforme o modelo de Leuz, Nanda e Wisocky (2003). Por fim procedeu-se a aplicação do modelo de regressão com dados em painel balanceado com efeitos fixos após o teste de Hausman. Não foram encontradas evidências de que houve alisamento de resultados após a adoção das IFRS. Também os resultados não foram significativos estatisticamente para afirmar que o alisamento de resultados afeta o endividamento. Por fim, foi constatado que o endividamento atual é influenciado pelo endividamento passado, ou seja, as empresas ajustam a sua estrutura de capital.

Palavras-chaves: Estrutura de Capital, Gerenciamento de Resultados, Alisamento de Resultados, IFRS.

ABSTRACT

The aim of this study was to examine whether managers practice income smoothing, when exercising the power to judge and choose the accounting practices aimed a particular debt. It is an empirical-analytic study, with descriptive longitudinal nature. The population consists of all open Brazilian non-financial companies listed on the BM&FBOVESPA. Company data were collected in the database of Economática. The sample comprised 273 companies in the period between 2008 and 2013 for the independent variables Smoothing Results and Debt, lagged values were used as the starting point was the assumption that each period, managers adjust the capital structure to the desired goal - target debt. Initially straightening companies and non-smoothers have been identified, according to the methodology proposed by Eckel (1981). Then the degree of smoothing trowels companies was calculated according to the model of Leuz, Nanda and Wisocky (2003). Finally we proceeded to the regression model with unbalanced panel data with fixed effects after the Hausman test. There was no evidence that income smoothing after IFRS adoption were found. Also the results were not statistically significant for claiming that income smoothing affects the debt. Finally, it was found that the current debt is influenced by past debt, ie, firms adjust their capital structure.

Key words: Capital Structure, Earnings Management, Income Smoothing, IFRS.

LISTA DE QUADROS, FIGURAS E GRÁFICOS

Quadro 01 – Motivos para Gerenciamento de Resultados	38
Quadro 02 – Pesquisas Brasileiras sobre Gerenciamento de Resultados	39
Quadro 03 – Variáveis Dependentes	58
Quadro 04 – Variáveis Independentes	58
Quadro 05 – Composição dos Grupos de Dados	60
Figura 01 - Estrutura Conceitual para a ocorrência do Gerenciamento de Resultados	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Análise de Correlação entre variáveis	63
Tabela 02 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Alisadoras e Não Alisadoras	64
Tabela 03 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Alisadoras	65
Tabela 04 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Não Alisadoras	65
Tabela 05 – Resultado das Regressões com Dados em Painel	67

SUMÁRIO

1. Introdução.....	12
1.1 Contextualização.....	12
1.2 Questão de Pesquisa.....	14
1.3 Objetivos	15
1.4 Justificativa.....	15
1.5 Delimitação da Pesquisa.....	16
1.6 Contribuições da Pesquisa.....	16
2. Referencial Teórico.....	17
2.1 Estrutura de Capital.....	17
2.1.1 Teoria do <i>Trade Off</i>	19
2.1.2 Teoria do <i>Pecking Order</i>	21
2.1.3 Teoria do <i>Market Timing</i>	23
2.1.4 Determinantes da Estrutura de Capital.....	24
2.2 O Processo de Convergência Contábil.....	27
2.2.1 O Processo de Convergência no Brasil.....	29
2.3 Gerenciamento de Resultados.....	31
2.3.1 Informação Contábil.....	34
2.3.2 Motivações para o Gerenciamento de Resultados.....	37
2.3.3 Modelos para Mensuração dos <i>Accruals</i>	41
2.4 Alisamento de Resultados (<i>Income Smoothing</i>).....	47
2.4.1 Estudos Anteriores sobre o <i>Income Smoothing</i>	49
2.4.2 Modelos de Mensuração do Alisamento de Resultados.....	51
3. Procedimentos Metodológicos.....	55
3.1 Natureza da Pesquisa.....	55
3.2 População e Amostra.....	55
3.3 Coleta de Dados.....	55
3.4 Hipóteses da Pesquisa.....	56
3.5 Variáveis do Modelo.....	57
3.6 Método.....	59
3.7 Modelo.....	61
4. Análise de Resultados.....	63
5. Considerações Finais.....	69
Referências.....	71
Apêndice A – Roteiro Detalhado dos Resultados da Análise de Dados em Painel	90

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA PESQUISA

Com a promulgação das Leis nº. 11.638/07 e nº. 11.941/09, foram promovidas várias alterações na Lei nº. 6.404/76 (lei das sociedades por ações), objetivando adequar os procedimentos contábeis praticados no Brasil aos padrões aceitos nos principais mercados de valores mobiliários, permitindo uma maior transparência e credibilidade dos relatórios contábeis, buscando garantir, desse modo, a inserção total das companhias abertas brasileiras no processo de convergência contábil internacional.

Para Borges *et al.* (2014), o processo de convergência impulsionou a elaboração de diversas pesquisas quanto ao impacto da adoção do IFRS (*Internacional Financial Reporting Standards*), emitido pelo IASB (*International Accounting Standards Board*), nos relatórios financeiros das organizações de diversos países.

No Brasil, o processo de convergência das normas contábeis brasileiras às normas emitidas pelo IASB vem sendo conduzido pelo CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis), entidade criada por meio da Resolução do Conselho Federal de Contabilidade - CFC nº 1.055/05.

Dentre as modificações conceituais ocorridas no ambiente brasileiro, destacam-se a primazia da essência sobre a forma, conferindo aos preparadores dos relatórios contábeis maior poder de julgamento, e a mudança de uma contabilidade com base no custo para uma com base no valor de mercado. (SANTOS e MARTINS, 2008; CARVALHO, 2008).

A adoção de procedimentos contábeis distintos para a contabilização de um mesmo item oferece a oportunidade de se investigar novos estudos classificados na literatura contábil como *accounting choice* (escolha de práticas contábeis). Uma escolha contábil é qualquer decisão que tem o propósito de influenciar a saída de um sistema contábil. (FIELDS, LYS e VINCENT, 2001).

Ainda para Costa, Silva e Laurencel (2013), as escolhas de práticas contábeis feitas pelos gestores não são realizadas de maneira imparcial, pois são influenciadas por diversos incentivos econômicos (contratuais ou não) existentes.

Conforme Watts e Zimmerman (1990), a Teoria Positiva da Contabilidade, apoiada em conceitos da teoria econômica, busca explicar e prever as escolhas de práticas contábeis (de reconhecimento, mensuração e evidenciação), tendo por premissa que os indivíduos agem em função de seus interesses. Para esses autores, as três hipóteses que influenciam o comportamento dos administradores das empresas são: a) hipótese do plano de incentivo; b) hipótese do grau de endividamento; c) hipótese dos custos políticos.

A hipótese do plano de incentivo prevê que os administradores que recebem remuneração variável usam métodos contábeis que aumentam o resultado do período. A hipótese do grau de endividamento prevê que quanto mais próxima a empresa estiver de um limite fixado em um *covenant* (cláusulas restritivas fixadas em contratos de dívida), com base em número contábeis, maior será a probabilidade de o administrador utilizar procedimentos que aumentam o resultado e/ou reduzem o nível de endividamento (dívida/patrimônio líquido). E por fim, a hipótese dos custos políticos implica um relacionamento implícito (não existe contrato formal entre as partes) entre a intervenção governamental (custos políticos) e os números contábeis das empresas.

Baptista (2009) esclarece que, embora a utilização de julgamento na prática contábil por si só não caracteriza o gerenciamento de resultados, é classificado como tal se o objetivo for o de alcançar propósitos ou resultados específicos, pois conforme definido por Schipper (1989), o gerenciamento é uma intervenção proposital no processo de informação financeira externa, com a intenção de obter algum benefício privado.

Para Martinez (2013) o gerenciamento de resultados contábeis, é o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação das demonstrações financeiras (*disclosure*), respeitando os limites das normas contábeis.

Alguns estudos foram realizados para investigar a relação entre gerenciamento de resultados e adoção das normas internacionais de contabilidade (por exemplo: CAI, RAHMAN e COURTENAY, 2008; BARTH, LANDSMAN e LANG, 2007; LIU, YAO, HU e LIU, 2011).

Dentre as modalidades de gerenciamento de resultados, existe a prática de reduzir a volatilidade do resultado contábil divulgado em torno de um resultado esperado, por meio do uso de métodos contábeis permitidos, denominada de alisamento de resultados (*income smoothing*).

Para Burgstahler, Hail e Leuz (2006), a aplicação de padrões contábeis, julgamento e mensurações subjacentes são geralmente baseados em informações privadas. O poder discricionário resultante pode ser utilizado pelos gestores tanto para tornar as evidenciações de lucros mais informativas sobre o desempenho econômico da firma, bem como servir para outros interesses não tão benéficos.

Moses (1987) supôs que determinadas características das empresas incentivam os gestores a escolher práticas contábeis que alisem os resultados. O autor encontrou evidências de que o comportamento alisador se relaciona com o tamanho da empresa, com a existência de planos de remuneração, e com as diferenças observadas entre os lucros reais e esperados.

Dentre as motivações para gerenciar resultados contábeis, Silva (2008) e Silva e Lopes (2009), após investigarem as informações detalhadas de *covenants* existentes nos contratos de dívida e como as mesmas influenciavam nas escolhas contábeis, concluíram que os gestores, quando realizam captações de recursos de longo prazo, não alteram as práticas contábeis voluntárias com o objetivo de evitar a violação de *covenants*. O resultado é entendido pelo baixo custo de violação no contexto brasileiro e a falta de monitoramento das agências reguladoras.

Por outro lado, Coelho e Lopes (2007) e Ardison, Martinez e Galdi (2012) não encontraram evidências de que a alavancagem é um fator que influencia o gerenciamento de resultados no mercado brasileiro.

Segundo Martinez (2001), no longo prazo, empresas que gerenciam resultados apresentam retornos anormais negativos. Castro e Martinez (2009) indicam que a prática de *income smoothing* impacta sobre o custo de capital de terceiros e sobre a estrutura de capital das empresas.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Diante do exposto, formulou-se a seguinte questão de pesquisa: com as mudanças nas práticas contábeis, em função do processo de convergência às IFRS, ao exercer o processo de escolha de políticas contábeis, os gestores praticam o alisamento de resultados objetivando um determinado endividamento?

1.3 OBJETIVOS

Dessa forma, o objetivo geral deste trabalho foi: analisar se os gestores praticam o alisamento de resultados, quando exercem o poder de julgar e escolher as práticas contábeis, objetivando um determinado endividamento.

Para responder ao objetivo geral foram delineados os seguintes objetivos específicos:

- Verificar se houve alisamento de resultados após a adoção das normas contábeis convergidas ao padrão internacional em empresas abertas brasileiras não financeiras.
- Verificar se os gestores alisam resultados com o objetivo de atingir um determinado endividamento.

1.4 JUSTIFICATIVA

Para Iudícibus, Martins e Gelbcke (2010), a principal característica das normas internacionais de contabilidade é a filosofia das normas baseadas em princípios, e não em regras. A utilização de princípios obriga o profissional contábil a maior julgamento e a maior análise, no processo de elaboração das demonstrações financeiras. Para alguns pesquisadores essa flexibilidade pode proporcionar maior oportunidade para a prática de gerenciamento de resultados. (BALL, ROBIN e WU, 2003; BURGSTHALER, HAIL e LEUZ, 2006).

Em contraponto outros pesquisadores consideram que a implementação das IFRS deve restringir significativamente a prática do gerenciamento de resultados. (ASHBAUGH e PINCUS, 2001; BARTH, LANDSMAN e LANG, 2007; DIMITROPOULOS *et al.*, 2013).

Justifica-se então, a necessidade de se investigar o impacto das escolhas contábeis no resultado apresentado nas demonstrações contábeis e qual a sua influência sobre os níveis de gerenciamento de resultados.

1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Este trabalho está limitado ao universo das companhias abertas brasileiras não financeiras, ou seja, estão excluídas as entidades financeiras e seguradoras, devido às peculiaridades inerentes a tais atividades.

O período de abrangência desta pesquisa considera as demonstrações financeiras das companhias abertas brasileiras não financeiras, após a adoção obrigatória dos Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo CPC.

1.6 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

O processo de convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais ainda é recente. As normas internacionais de contabilidade são baseadas em princípios, e não em regras, e tal flexibilidade requer que os preparadores das demonstrações financeiras, interpretem e julguem entre uma prática contábil e outra.

Desta forma, espera-se que essa pesquisa contribua para o avanço da análise sobre o impacto do processo de convergência, observando se o exercício de julgamento dos preparadores das demonstrações contábeis, não se traduziria como uma intervenção proposital com a intenção de obter um ou mais objetivos específicos.

Em relação à estrutura de capital, espera-se que essa pesquisa contribua para o desenvolvimento de trabalhos que objetivam analisar o processo de convergência e o gerenciamento de resultados e o respectivo reflexo na área de Finanças, em especial sobre o comportamento de alisamento de resultados e o endividamento das empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

Durand (1952) foi o pioneiro nos estudos sobre estrutura de capital e acreditava existir uma estrutura ótima. Mais tarde, Modigliani e Miller (1958), formularam em seu trabalho inicial, que, em um mercado perfeito, a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, portanto, é irrelevante tanto para a empresa, como para seus acionistas.

Continuando seus estudos, Modigliani e Miller (1963) mantiveram o mesmo cenário, porém permitiram o benefício tributário para a dívida. Quando os impostos são introduzidos no modelo, a dívida não afeta o valor e cria um *tradeoff* no qual o *mix* de financiamento de uma empresa afeta o valor e há um *mix* ótimo.

No entanto, considera-se que, para as empresas a estrutura é relevante, gerando questionamentos quanto à proporção ideal de capital próprio e capital de terceiros, uma vez que tal quociente se for o nível ótimo pode minimizar o custo de capital da empresa e maximizar o seu valor.

Embora muitos estudos tenham sido realizados ao longo dos anos sobre a estrutura de capital (BRADLEY, JARREL e KIM, 1984; TITMAN, 1984; TITMAN e WESSELS, 1988; RAJAN e ZINGALES, 1995, HOVAKIMIAN, OPPLER e TITMAN, 2001; MYERS, 1984; SHYAM-SUNDER e MYERS, 1999; BOOTH *et al.*, 2001; FRANK e GOYAL, 2003, LEMMON, ROBERTS e ZENDER, 2008), de forma geral, ainda não existe um consenso quanto aos determinantes da estrutura de capital.

Em relação aos determinantes da estrutura de capital, também existem divergências quanto à quais fatores devem ser considerados. Os fatores mais estudados foram o nível de tangibilidade, tamanho, rentabilidade, risco, oportunidades de crescimento, nível de imposto de renda e benefícios fiscais, porém tais fatores não se mostraram uniformes, variando conforme o contexto de aplicação. (HARRIS e RAVIV, 1991).

Harris e Raviv (1991) identificaram fatores relevantes que afetam a Estrutura de Capital: vantagens de natureza fiscal, custos de falência, conflitos de agência e assimetria de informações.

I. Vantagens de Natureza Fiscal

Os impostos corporativos (no Brasil: imposto de renda e contribuição social sobre o lucro) incidem sobre o lucro após as despesas financeiras com juros sobre a dívida. Desta forma, o aumento do endividamento reduz a carga dos impostos corporativos, sendo denominada como benefício da dedutibilidade da despesa com juros, também conhecido como economia fiscal. Tal economia impacta no valor da empresa, ou seja, o valor dos ativos com endividamento equivale ao valor sem endividamento mais o benefício tributário.

II. Custos de Falência

Para uma empresa totalmente financiada por capital dos acionistas, os ativos são de tais acionistas. No entanto, quando há endividamento, os acionistas passam a deter o total dos ativos subtraído do valor das dívidas. Uma empresa está falida quando é incapaz de cumprir seus compromissos contratuais. A probabilidade de falência representa a possibilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa sejam insuficientes para atender aos seus compromissos.

Em um processo de liquidação de empresas, há incidência de custos com advogados, peritos, consultores, honorários dos executivos envolvidos no processo, denominados custos diretos de falência.

Existem também os custos indiretos de falência que estão relacionados às perdas de vendas junto a clientes, redução de prazos junto a fornecedores de bens e serviços, aumento do custo financeiro exigido pelos credores, etc. O valor da empresa passa a ser equivalente ao valor sem endividamento menos o custo de falência.

Miller (1977) admitiu ao considerar os custos de concordata e falência no modelo, que deveria existir um ponto ótimo, no qual tais custos e as vantagens fiscais se equilibravam.

III. Conflitos de Agência

Jensen e Meckling (1976) definiram as firmas como uma forma de ficção legal a qual serve como um foco para um complexo processo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos são colocados em equilíbrio por meio de estrutura de relações contratuais.

Estas relações contratuais deram origem a Teoria da Agência, que pressupõe a existência de um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente.

Se cada parte tiver por objetivo maximizar sua própria riqueza, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.

Quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, ocorre o problema de agência, exemplificado por Silveira (2006) quando existem registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada.

IV. Assimetria de Informações

Baseia-se na hipótese de que o administrador detém mais e melhor informações sobre a empresa do que os investidores e acionistas. A assimetria de informações não existente nos mercados perfeitos dá origem à teoria da sinalização.

De acordo com o proposto por Ross (1977), a empresa emite sinais ao mercado de investidores e credores ao realizar determinadas ações. O processo de sinalização permitiria que o investidor identificasse determinadas situações onde o retorno fosse favorável, porém dado que a empresa detém as informações é possível que sinalize o mercado de forma enganosa, daí a grande preocupação com a Governança Corporativa.

2.1.1 - TEORIA DO *TRADE-OFF*

A teoria do *Trade-off* busca esclarecer o efeito da combinação de economias fiscais decorrentes do uso de dívidas e custos de falência esperados decorrentes do excesso de endividamento.

O benefício da dívida em relação ao patrimônio líquido para a empresa é o tributário: as despesas com juros são dedutíveis dos impostos, enquanto os fluxos de caixa do patrimônio líquido (dividendos) não são. Esse benefício aumenta com a alíquota de impostos da entidade que assume a dívida. Tal benefício foi observado por Modigliani e Miller (1963) que demonstraram que quanto maior for a alavancagem da empresa, menor será o montante de imposto de renda pago.

A dedutibilidade fiscal originada com o pagamento das despesas financeiras incentiva as empresas a aumentarem o seu nível de endividamento. DeAngelo e Masulis (1980)

desenvolveram um modelo que reconhece o benefício marginal da dedutibilidade fiscal com a variação do patamar de endividamento, produzindo um nível ótimo de alavancagem. Os autores defendem que a alavancagem é inversamente relacionada com o nível de despesas dedutíveis, tais como: depreciação e amortização. Assim, a dedutibilidade financeira estimula as empresas mais lucrativas e com menor volatilidade a serem mais alavancadas.

Utilizar recursos de terceiros tende a aumentar o custo de falência esperado, que é definido pelo produto da probabilidade de inadimplência e do custo de falência. E também expõe a empresa à possibilidade de conflitos entre os acionistas e os portadores de títulos, no que tange à decisão sobre investimentos, financiamento e dividendos. (ALTMAN, 1984; MYERS, 2001).

Os custos indiretos de falência tendem a ser mais elevados em algumas empresas dependendo do produto produzido, por exemplo em empresas que produzem bens duráveis, produtos que exigem suporte e assistência posterior, produtos que dependem da qualidade percebida antecipadamente e produtos que dependem de outros produtos suplementares fornecidos por terceiros. (TITMAN, 1984).

Empresas que atuam em setores com lucros e fluxos de caixa voláteis tendem a estarem mais expostas a situações de falência, devendo desta forma, serem menos endividadas do que a média.

Em relação ao conflito de interesse entre os acionistas e os administradores, quando existe uma forte separação, os acionistas recorrem ao uso de dívidas para disciplinar as decisões dos administradores. No entanto Stulz (1990), afirma que o endividamento da empresa depende, criticamente, da distribuição de probabilidade do fluxo de caixa e das oportunidades de investimento e gera custos relacionados com o crescimento da empresa, por problemas de sobreinvestimentos e subinvestimentos.

O sobreinvestimento advém do excesso de investimentos em determinadas circunstância e está relacionado com a fase maturidade (ou baixo crescimento) da empresa. Neste cenário os gestores em prol de interesses próprios, procuram aumentar o tamanho da empresa, mesmo que isso implique em investir em projetos com VPL (Valor Presente Líquido) negativo, evidenciando então que neste caso, o uso de dívidas não disciplina os gestores. (STULZ, 1990).

O subinvestimento está relacionado com a fase de crescimento da empresa, quando existem projetos rentáveis em grande número e advém da falta de credibilidade na

administração quando esta reclama não poder financiar, com recursos internos, projetos com VPL positivo. Então neste caso o uso da dívida disciplina os gestores, porque reduz o fluxo de caixa à disposição dos mesmos. (STULZ, 1990; JENSEN, 1986).

Em relação ao pagamento de dividendos, Myers (1984) afirma que no modelo *Trade-off*, as empresas ajustam os pagamentos de dividendos em direção às suas metas de remuneração, ou seja, buscam esse nível, da mesma forma que procuram o melhor nível de endividamento.

Fama e French (2002) complementam a análise de Myers (1984) e afirmam que as empresas mais lucrativas pagam mais dividendos, mas que a taxa de *payout* é negativamente relacionada com a oportunidade de investimento e com o endividamento da empresa, portanto empresas altamente alavancadas não devem pagar dividendos.

Por fim, Myers (1984) defende que as empresas devem buscar uma estrutura ótima de capital que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento.

2.1.2 - TEORIA DO PECKING ORDER

A denominada teoria do *Pecking Order*, ou da ordem de preferência, considera a assimetria de informação que existe no mercado de capitais. A hierarquia das fontes explica a razão pela qual as empresas mais lucrativas, geralmente, tomam uma quantia menor de dinheiro emprestado, mantendo um nível baixo de endividamento, embora não seja este o objetivo e sim por não precisarem.

Para Leland e Pyle (1977) a decisão tomada pelos gestores sobre a estrutura de capital advém da assimetria de informações, ou seja, por ter mais informações sobre a empresa do que os investidores, os gestores tomam decisão de tal forma que maximize sua utilidade própria. A decisão sobre a estrutura de capital é interpretada pelo mercado, gerando uma sinalização sobre o futuro dos investimentos da empresa, e, por consequência, uma análise sobre a geração futura de resultados.

A partir dessa assimetria de informação, Myers e Majluf (1984) desenvolveram no campo da estrutura de capital, a teoria denominada de *Pecking Order*.

De forma sumarizada, Myers (1984) assim define a teoria do *Pecking Order*:

- a) As empresas priorizam financiamento interno;
- b) As empresas adaptam suas taxas de pagamentos de dividendos a oportunidades de investimentos, apesar da pouca elasticidade dos mesmos;
- c) Políticas de dividendos rígidas e flutuações não previsíveis na lucratividade indicam que o fluxo de caixa pode ser maior ou menor do que as necessidades, e é ajustado pela estrutura de capital;
- d) Em caso de necessidade de financiamento externo, as empresas emitem segundo um critério de segurança, hierarquizando dívida, híbridos como dívidas conversíveis, e por último, ações, caso ainda seja necessário.

A ordem de preferência está fundamentada no fato de que recursos gerados internamente não têm custos de transação e que a emissão de novas dívidas tende a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa. Por outro lado, quando uma empresa anuncia emissão de novas ações sinaliza uma informação negativa, e o mercado reage tendendo a ajustar o preço dos títulos para baixo, pois interpretam que os títulos somente são colocados quando estão super avaliados.

No sentido de explicar a estrutura de capital das empresas, as teorias do *Trade-off* e *Pecking Order* competem em alguns aspectos, como por exemplo a lucratividade, para a qual se espera um efeito oposto na estrutura de capital. Shyam-Sunder e Myers (1999) investigaram se as empresas mais lucrativas se endividavam menos e encontraram para uma amostra de empresas norte americanas, no período entre 1977 e 1989, evidências a favor da teoria do *Pecking Order*. Fama e French (2002) também encontraram evidências de que as empresas mais lucrativas são menos endividadas.

Por fim, na teoria do *Pecking-Order*, não há uma bem definida estrutura de capital, ou melhor, entendendo, não existe um nível ótimo de endividamento, diferentemente do previsto na teoria do *Trade-off*. Portanto, a partir do *Pecking Order*, é possível compreender porque empresas com alta lucratividade prefere contrair menor volume de dívidas, uma vez que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento.

No entanto, contrapondo a teoria do *Pecking Order*, Frank e Goyal (2003) concluíram que as empresas procuram fortemente levantar fundos externamente, e que tais fundos vêm, na maioria das vezes, na forma de emissão de ações. Os autores também encontraram que os fatores diretamente relacionados a alavancagem financeira como *market-to-book ratio*, receita

de vendas, lucratividade, total de ativos fixos não explicavam a estrutura de capital das empresas.

2.1.3 – TEORIA DO *MARKET TIMING*

A partir dos estudos de Baker e Wurgler (2002) e Alti (2006), o foco sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas até então restritos a variáveis ligadas às firmas, como lucratividade, tamanho, estrutura dos ativos, entre outras, deslocou-se para variáveis do mercado de capitais. Desta forma surge a teoria do *Market Timing*, que em conjunto com as Teorias do *Trade-off* e do *Pecking Order*, formam as principais teorias sobre a estrutura de capital.

Baker e Wurgler (2002), conceituam o *Market Timing* como a prática de emissão de ações no momento em que elas estão sobrevalorizadas e a recompra quando estão subvalorizadas, objetivando explorar a flutuação temporária de preços e comparar o custo de capital das distintas formas de financiamento. Para Marsh (1982) as decisões sobre a estrutura de capital perseguem janelas de oportunidades, ou seja, segue as condições de mercado de forma oportunista.

Para Baker e Wurgler (2002) a teoria do *Trade-off* prediz flutuações temporárias enquanto que a teoria do *Pecking Order* explica relações com padrões passados de longo prazo, desta forma estes autores citam 4 razões básicas pelas quais se deve considerar o *Market Timing*:

1. Empresas tendem a emitir ações ao invés de dívida quando o valor de mercado apresenta-se alto em relação ao valor patrimonial contábil;
2. Empresas emitem ações quando seu custo está relativamente baixo e, analogamente, recompram ações quando o custo está relativamente alto;
3. Existe emissão de ações em momentos de euforia dos acionistas em relação a resultados;
4. Quando perguntados anonimamente, administradores admitiram seguir o *market timing*.

Para considerar o *Market Timing*, Baker e Wurgles (2002) verificaram a relação entre as emissões de ações e variáveis *proxies*, como a *market-to-book*, razão entre o valor de

mercado da empresa e o valor contábil, além de observarem as emissões relativamente ao valor das ações no período atual e em períodos anteriores. Esses autores também encontraram evidências de que a teoria do *Market Timing* é válida, principalmente no longo prazo, já que seus efeitos persistiriam no nível de alavancagem por mais de dez anos.

Em oposição, Alti (2006) não confirmou as evidências encontradas por Baker e Wurgles (2002), pois ao investigar os efeitos da teoria do *Market Timing* e suas implicações na estrutura de capital das empresas americanas, concluiu que o *Market Timing* afeta o volume de ações emitidas, porém o impacto da emissão na estrutura de capital dura menos de dois anos, ou seja, os efeitos persistiram em curto espaço de tempo.

Rossi e Marotta (2010) testaram a teoria do *Market Timing* para as IPO (*Initial Public Offering* – Oferta Inicial Pública) de empresas brasileiras, para o período de 2004 a 2007 e encontraram resultado similar ao encontrado por Alti (2006), além de confirmarem que as empresas adotam um comportamento oportunístico, emitindo um volume maior de ações em períodos tidos como “quentes”.

2.1.4 - DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Diversos pesquisadores se propuseram a investigar o que determina a estrutura de capital das empresas, destacando-se: tamanho, crescimento, lucratividade, tangibilidade, volatilidade, etc., comentados a seguir.

Tamanho da Empresa

Empresas maiores teriam menor probabilidade de falir, tendo em vista serem mais diversificadas, levando a uma relação positiva entre endividamento e tamanho. (TITMAN e WESSELS, 1988; NAKAMURA, 1992; RAJAN e ZINGALES, 1995).

Outro fator ligado ao tamanho é o tempo de existência, sendo que empresas com maior idade, normalmente, exibem maior volume de informações, o que propicia maior acesso ao mercado e menores custos para empréstimos. (HARRIS e RAVIV, 1991).

Empresas de maior porte tendem a ter um maior nível de endividamento devido a capacidade de resolver problemas de assimetria de informações entre devedores e credores com menores custos, por obterem recursos externos com menores custos e por normalmente serem mais diversificadas, reduzindo o risco de negócio.

Brito, Corrar e Batistella (2007) constataram que as empresas brasileiras de grande porte têm mais acesso a crédito de longo prazo do que as de menor porte. Por outro lado, em empresas de menor porte existem maiores problemas de agência, uma vez que normalmente, são administradas pelos seus principais acionistas, que podem expropriar riqueza dos credores a seu favor.

Crescimento

Empresas com elevada expectativa de crescimento, tendem a endividar-se menos para mitigar o risco de subinvestimento motivado pela excessiva alavancagem financeira. Desta forma, quanto maior a oportunidade de crescimento, maior o incentivo para investir futuramente e se preparar para liberar recursos disponíveis, que são refletidos em uma menor taxa de alavancagem e cuja relação esperada com o endividamento seja negativa. (STULZ, 1990; KAYO e FAMÁ, 1997; GOMES e LEAL, 2000; BRITO e LIMA, 2005).

Enquanto que para Titman e Wessels (1988) um alto crescimento futuro esperado é negativamente correlacionado com o endividamento de longo prazo, para Myers (1984), a tentativa de minimizar os custos de agência, leva a redução do prazo da dívida, sugerindo uma correlação positiva da oportunidade de crescimento futura com o endividamento no curto prazo.

Lucratividade

De maneira geral, ou seja, dependendo de qual ótica teórica se analisa esse determinante, a lucratividade tem relação positiva com o endividamento. Pela teoria do *Trade-off* o risco de insolvência em empresas mais lucrativas é menor, enquanto que lucros maiores provocam maiores custos de agência, levando os gestores a tomar um volume maior de dívidas.

Sob a ótica do *Pecking Order*, Fama e French (2002) encontraram uma relação negativa da lucratividade com o endividamento. Considerando a hierarquia das fontes de financiamento, quanto maior a lucratividade, maiores os recursos internos e, portanto, menor o grau de endividamento.

Tangibilidade

Sob a ótica do *Trade-off* quando uma empresa tem um volume alto de ativos tangíveis, pode oferecê-los em garantia para tomada de empréstimos, reduzindo os custos de falência e

elevando o nível de endividamento. (TITMAN e WESSELS, 1988; NAKAMURA, 1992; RAJAN e ZINGALES, 1995; GOMES e LEAL, 2000, DROBETZ e FIX, 20005).

Sob a ótica do *Pecking Order*, para Harris e Raviv (1991) empresas com volumes menores de ativos tangíveis tem maior assimetria de informação direcionando ao endividamento.

Volatilidade dos Resultados Operacionais

Empresas que apresentam menor volatilidade em seus resultados deveriam ser menos propensas a dificuldades financeiras, o que tornaria mais barato o custo do endividamento e, portanto, as tornariam mais propensas à contratação de dívidas. (FAMÁ e FRENCH, 2002; DROBETZ e FIX, 2005).

Quanto maiores os custos de falência, maiores os efeitos sobre a volatilidade dos resultados operacionais. Empresas com pouco volume de dívidas tem risco menor e os credores suportam certo grau de volatilidade. Sob a ótica do *Pecking Order*, maior busca de fontes de financiamento de terceiros leva a uma taxa maior de juros e, portanto a preferência recai sobre o uso de capital próprio.

Liquidez

Para Ozkan (2001) a liquidez tem um impacto ora negativo, ora positivo na estrutura de capital. Empresas com alto grau de liquidez corrente, por terem melhores condições para saldar suas dívidas, tendem a ter um maior grau de endividamento. Também em empresas com maior liquidez em seus ativos podem utilizá-lo como garantia nas tomadas de empréstimos.

Setor de Atividade

Para Bradley, Jarrel e Kim (1984) e Titman e Wessels (1988), o setor de atividade é uma variável relevante para explicar a estrutura financeira da empresa. No entanto, na pesquisa realizada por Nakamura, Martin e Kimura (2004) o setor de atividade em que a empresa opera não tende a apresentar relevância estatística na determinação da estrutura de capital.

Folga Financeira de Longo Prazo

A folga financeira de longo prazo apresenta poder explicativo, ou seja, o endividamento relativo a seus pares tem capacidade explicativa para o endividamento atual,

sugerindo que pode desempenhar um papel dinâmico no ajuste da estrutura de capital das empresas. (CAMPOS e NAKAMURA, 2011).

Rentabilidade

A rentabilidade passada da empresa e conseqüentemente a quantidade dos lucros a serem retidos, são importantes para determinar a estrutura de capital de uma empresa (TITMAN e WESSEL, 1988).

Hovakimian, Opler e Titman (2001) apontam que as empresas que acumulam lucros retidos, por serem rentáveis não precisariam recorrer às dívidas para se financiar e empresas que acumulam dívidas o fazem por não serem rentáveis.

Governança Corporativa

Empresas que se diferenciam por ter uma boa qualidade de Governança Corporativa se tornariam mais atraentes para os investidores, ou seja, quanto maior o nível de governança, menor o endividamento. (SILVEIRA, 2006; PEROBELLI *et al.* 2005).

2.2 PROCESSO DE CONVERGÊNCIA CONTÁBIL

O processo de internacionalização da contabilidade decorreu da necessidade de atender a um universo mais abrangente de usuários, por conta da expansão dos mercados de capitais, objetivando reduzir os conflitos porventura existentes entre os diferentes modelos contábeis. (WEFFORT, 2005).

Conforme Lemes e Carvalho (2010), o desenvolvimento das normas internacionais de contabilidade foi derivado tanto do desenvolvimento do mercado de capitais, quanto dos escândalos provenientes deste mercado, iniciados com a crise da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929 até aos escândalos ocorridos nas grandes corporações como Enron, Lehman e outros.

Em 1930 foi criado no âmbito do *AICPA - American Institute of Certified Public Accountants* (Instituto Americano de Contadores Públicos Certificados), uma área voltada para o preparo das normas contábeis, o *APB - Accounting Principles Board*. Esse organismo responsabilizou-se pela produção de tais normas até princípios dos anos 70, e seus pronunciamentos constituíram a parte mais representativa dos chamados *US GAAP* -

Generally Accepted Accounting Principles (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos). Em 1973, esse organismo foi substituído por uma entidade independente, sem fins lucrativos – o *FASB – Financial Accounting Standards Board* (Junta de Normas de Contabilidade Financeira). (LEMES e CARVALHO, 2010).

Com a intenção de se criar normas genuinamente internacionais e não sob a ótica de um país particular, em meados de 1973, os países Austrália, Alemanha, Canadá, Estados Unidos da América, França, Irlanda, Holanda, Japão, México e Reino Unido, juntos formaram o *IASC International Accounting Standards Committee*, atualmente denominada *IASB – International Accounting Standards Board* (Conselho das Normas Internacionais de Contabilidade). (WATANABE, 2009).

Para Weffort (2005), a criação do IASB pode ser considerada como um importante marco no processo de harmonização contábil internacional. As *IAS – International Accounting Standards* (Normas Contábeis Internacionais) emitidas pelo IASB, algumas das quais ainda em vigor, passaram a se denominar, a partir de 2001, mais amplamente, de *IFRS – International Financial Reporting Standards* (Normas Internacionais de Relatórios Financeiros), buscando abranger não apenas questões específicas contábeis, mas também os aspectos de divulgação (*disclosure*).

O processo de convergência às normas internacionais busca propiciar aos usuários da informação contábil, maior compreensão e qualidade nas informações econômico-financeiras, porém a sua implementação não é tarefa fácil devido a diversos fatores, como o sistema político-legal e o nível de desenvolvimento socioeconômico e cultural das instituições públicas e privadas. (DAL VESCO, ALMEIDA e CROZATTI, 2005).

Apesar das dificuldades, observa-se a evolução do processo de convergência e harmonização das normas contábeis, que de acordo com a Fundação IFRS, é de uso obrigatório para todas as empresas listadas ou para a maioria delas em 101 países, perfazendo 83% do total de 122 jurisdições consultadas por esta entidade. Ainda de acordo com a Fundação IFRS, o padrão contábil global é defendido por entidades como G-20, Banco Mundial, FMI, Comitê de Basileia, Iosco (órgão que reúne as CVMs do mundo) e a Federação Internacional dos Contadores (IFAC). (VALOR ECONÔMICO, 2013).

Vários estudos foram elaborados sobre os impactos da adoção das IFRS, (por exemplo: MCENROE e SULLIVAN, 2011; AUBERT e GRUDNITSKI, 2011; KIM, LI e LI,

2012; IATRIDIS, 2012), no entanto devido às particularidades do processo de convergência, é campo fértil para novas pesquisas.

2.2.1 O PROCESSO DE CONVERGÊNCIA NO BRASIL

Segundo Martins *et al.* (2012) o processo de convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais foi iniciado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais no País. No período de 1990 a 1999, a CVM envidou esforços no sentido de submeter projetos para atualização da Lei das S.A., nº 6.404/76. O primeiro projeto foi desenvolvido pela Comissão Consultiva de Normas Contábeis (CCNC), criada pela CVM, com participação da Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA), da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento no Mercado de Capitais (APIMEC), do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI) e do Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON).

Em 1999, a CCNC encaminhou o projeto para o Ministério da Fazenda, que foi em seguida submetido ao Congresso Nacional em 2000, recebendo a identificação de Projeto de Lei nº 3.741/2000 (transformado posteriormente na Lei nº 11.638/07). Após seis anos o Banco Central do Brasil (BACEN) emitiu o Comunicado nº 14.259/06, que determinou em regime obrigatório a adoção dos padrões do IASB, pelas instituições financeiras para as demonstrações contábeis consolidadas a partir de 2010. Em 2007, por meio da Instrução nº 457, a CVM determinou às companhias brasileiras de capital aberto a elaboração e publicação de demonstrações contábeis consolidadas com os padrões do IASB, a partir de 2010. (MARTINS *et al.*, 2012).

Por fim, em 2007 o Congresso Nacional aprovou a Lei nº. 11.638/07, que alterou a Lei das S.A. nº. 6.404/76, complementado mais tarde com a aprovação da Lei nº. 11.941/09, com o objetivo adequar os procedimentos contábeis praticados no Brasil aos padrões aceitos nos principais mercados de valores mobiliários, dando maior transparência e credibilidade aos nossos relatórios contábeis, permitindo, desse modo, a inserção total das companhias abertas brasileiras no processo de convergência contábil internacional.

Em 2010, a CVM publicou a Instrução nº 485, de setembro de 2010, alterando a Instrução CVM nº 457 de 2007, determinando a elaboração das demonstrações financeiras

consolidadas de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo IASB e esclarece, ainda, que esses pronunciamentos são aqueles emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC e referendados pela CVM.

Dentre as pesquisas brasileiras realizadas sobre o impacto do IFRS, Cova (2008) investigou se o processo de convergência das normas contábeis brasileiras às IFRS poderia resultar em melhoria nas práticas de Governança Corporativa pelas companhias abertas e concluiu que havia uma forte conexão entre as boas práticas de governança e o processo de convergência, permitindo observar o *accountability*, o *compliance* e o *disclosure*.

Rezende (2009) encontrou distorções entre as normas contábeis brasileiras, norte-americanas e internacionais, nos relatórios emitidos por uma empresa do ramo de construção civil.

Borsato, Pimenta e Ribeiro (2009) analisaram o desempenho econômico-financeiro da empresa Gerdau S.A. no exercício de 2006, comparando as normas contábeis brasileiras (BR GAAP), as normas contábeis norte-americanas (US GAAP) e as normas contábeis internacionais (IAS/IFRS). Os indicadores de desempenho da empresa apresentaram-se ligeiramente inferiores em BR GAAP, em comparação com os outros dois conjuntos de normas.

Também Barbosa Neto, Dias e Pinheiro (2009) estudaram o impacto da convergência para IFRS na análise financeira das demonstrações contábeis e não encontraram diferenças significativas, concluindo não haver assimetria de informação nas empresas analisadas, entre os relatórios em BR GAAP e IFRS.

Klann (2011) investigou a influência do processo de convergência no nível de gerenciamento de resultados de empresas brasileiras e inglesas e concluiu que após a adoção das IFRS pelas empresas inglesas, houve redução nos níveis de gerenciamento, enquanto que nas empresas brasileiras ocorreu o inverso.

Na pesquisa realizada por Joia (2012) a hipótese proposta foi de que haveria uma redução do gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras, nos relatórios elaborados e divulgados sob as normas do IFRS. A correlação e o teste de médias corroboraram a hipótese desenvolvida, porém a regressão de dados em painel não confirmou a hipótese, com significância estatística, de que o novo padrão contábil reduziu o nível de gerenciamento de resultados.

Grecco (2013) encontrou evidências de que a convergência às IFRS teve efeito restrito no gerenciamento de resultados no Brasil após a implantação completa das IFRS. Entre os fatores restritivos ao gerenciamento de resultados foram encontrados: a auditoria por *Big Four*, Governança Corporativa e ambiente regulatório. Também ficou evidenciado neste trabalho que quanto maior a empresa, menor o nível de gerenciamento de resultados.

2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Anteriormente Leland e Pyle (1977) já haviam concluído que o gestor tenta maximizar sua utilidade manipulando as proporções de capitais próprios retidos e de terceiros pelo fato de ter maiores informações sobre a situação da empresa.

Da possível manipulação realizada pelos gestores, tal manejo pode ser entendido como um gerenciamento de resultados, que é uma adaptação do termo em inglês *earnings management*. (SCHIPPER, 1989; HEALY e WAHLEN, 1999; DECHOW e SKINNER, 2000)

Alguns autores utilizam também outras expressões tais como: manipulação da informação contábil; contabilidade criativa; maquiagem de balanços; *window dressing*; *agressive accounting*; *cooking the book*. (SHAH, 1998; IÑIGNEZ e POVEDA, 2004; STOLOWY e BRETON, 2004; MENDES e RODRIGUES, 2006; AKERS, GIACOMINO e BELLOVARY, 2007).

O gerenciamento de resultados, ou *earnings management* foi definido por Schipper (1989) como uma intervenção proposital no processo de informação financeira externa, com a intenção de obter algum benefício privado.

Para Healy e Wahlen (1999), existem dois pontos importantes na definição de gerenciamento de resultados:

1) formas de praticar o gerenciamento de resultados: gestores podem exercer o julgamento de várias maneiras para influenciar os resultados contábeis tais como estimativa de resultados futuros da companhia, diferimento de impostos, estimativas de perdas com crédito de liquidação duvidosa e *impairments loss* de ativos;

2) confundir acionistas: gestores não acreditam que acionistas podem “desfazer” o gerenciamento de resultados. Isso pode ocorrer porque gestores possuem mais informações

sobre a *performance* da empresa o que torna o gerenciamento de resultados contábeis não transparente para investidores externos.

Para Mulford e Comiskey (2002), o gerenciamento de resultados é uma atividade de manipulação de lucros em direção a uma determinada meta ou objetivo. Tal objetivo pode ser estabelecido pelo próprio gestor ou pode ser a previsão de analistas de mercado.

Para que se torne efetivo é necessário que o gestor possua tanto a oportunidade quanto o motivo para se engajar no gerenciamento de resultados. (GIBSON e PRELL, 1997). A oportunidade se dá por meio dos *accruals* discricionários.

Para Xiong (2006) os *accruals* correspondem à diferença entre o lucro contábil de uma empresa e o seu respectivo fluxo de caixa. Desta forma, correspondem às transações que fizeram parte da apuração do lucro contábil, mas que não implicaram necessariamente em movimentação dos fluxos de caixa.

Dechow, Sloan e Sweeny (1996) apresentam algumas transações como exemplo da presença de *accruals* discricionárias: mudanças de procedimentos contábeis (associados a eventos e situações), gastos com pesquisa e desenvolvimento e com publicidade, ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (específicos, como elevação ou redução da estimativa para créditos de liquidação duvidosa, reconhecimento antecipado de receitas).

Martinez (2013) aponta que, na literatura brasileira seguindo a internacional, a definição de gerenciamento de resultados evoluiu ao incorporar não apenas as escolhas contábeis, mas também as decisões operacionais, como por exemplo, quanto aos investimentos em ativos permanentes, à alteração do nível de produção e à realização de certos gastos, tais como o treinamento de pessoal.

Para Joosten (2012), uma vez que o lucro pode ser decomposto em dois elementos – fluxos de caixa e *accruals*, o gestor tem à sua disposição ambas alternativas para gerenciamento, pois as decisões operacionais têm impacto direto no fluxo de caixa da entidade, enquanto que os *accruals* não guardam, necessariamente, essa relação.

O gerenciamento por decisões operacionais é realizado ao longo do exercício financeiro, de acordo com a percepção dos gestores de como as atividades relativas ao negócio da entidade irão se desdobrar ao longo do tempo. O gerenciamento por *accruals* é realizado principalmente no momento do encerramento do exercício social, quando então os

gestores definem o montante a ser lançado como gerenciamento pelos accruals. (CUPERTINO, 2010).

Não obstante as várias definições para o gerenciamento de resultados contábeis, Martinez (2013) propõe um conceito mais abrangente, ou seja, é o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação das demonstrações financeiras (*disclosure*), respeitando os limites das normas contábeis.

Para Martinez (2001) o gerenciamento de resultados não é fraude contábil, pois embora seja realizado dentro dos limites da legislação contábil, o gestor pode aproveitar pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade permitindo que o gestor tome suas decisões não em função da realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos.

Também para Murcia e Carvalho (2007), em alguns casos os gestores utilizam seus conhecimentos sobre normas contábeis para enviesar as demonstrações contábeis, em um processo, conforme esses autores, conhecido como gerenciamento de resultados.

Para Dechow e Skinner (2000), a manipulação contábil que ocorre respeitando os princípios de contabilidade é gerenciamento de resultados, do contrário é considerado fraude.

Guevara e Consenza (2004) afirmam que não importa a intencionalidade para caracterizar a fraude, pois se existe um manipulador (a empresa ou seus gestores), um manipulado (os usuários externos da entidade) e um instrumento de manipulação (as demonstrações contábeis), então o gerenciamento de resultados é uma fraude.

Para a CVM (2007) o gerenciamento de resultado é um julgamento arbitrário no processo de apresentar as demonstrações financeiras, com o objetivo de influenciar ou manipular os números apresentados, ainda que tenha sido observada a legislação contábil e fiscal aplicável.

Ainda neste mesmo sentido, CVM emitiu o OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº. 01/2007 para orientar os diretores de Relações com Investidores e Auditores Independentes sobre as políticas contábeis a serem consideradas pelo Conselho de Administração ou pelo Comitê de Auditoria para que se evite o gerenciamento de resultados:

- a) Pontos a serem cobertos na "Discussão e Análise da Administração";
- b) Sistemas de controle interno envolvidas na validação das informações contábeis;

c) Políticas contábeis para transações, como:

- i) Transações relevantes que não são obrigatoriamente incluídas nas demonstrações financeiras ("*off balance-sheet transactions*") devem ser detalhadas nas notas explicativas;
- ii) Estimativas de provisões, como as Fiscais, trabalhistas e Cíveis, para Reestruturação e para benefícios a empregados (planos de aposentadoria e pensões) e para garantias;
- iii) Mudança de critério contábil;
- iv) Transações com partes relacionadas;
- v) Instrumentos financeiros e derivativos;
- vi) Remuneração por ações;
- vii) Informação por segmento de negócios;
- viii) Critérios para contabilização de créditos fiscais;
- ix) Medições não contábeis (*EBIT* e *EBITDA*);
- x) Transações entre partes relacionadas.

Neste trabalho, adotou-se o conceito de Martinez (2013), ou seja, de que o gerenciamento de resultados realizado dentro dos limites das normas contábeis não é fraude, pois embora essa linha tênue entre gerenciamento e fraude mereça ser investigada e discutida, não é o objetivo desta tese.

2.3.1 – INFORMAÇÃO CONTÁBIL

De acordo com o Pronunciamento Conceitual Básico CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, para que as informações constantes nos relatórios contábil-financeiro de propósito geral sejam úteis aos investidores, elas precisam ser capazes de influenciar na decisão dos usuários. Assim, as características qualitativas são atributos fundamentais para que as informações atinjam o objetivo definido anteriormente.

As características qualitativas são fundamentais e devem sempre existir concomitantemente, não podendo nenhuma delas ser deixada de lado, ignorada ou colocada em segundo plano. São elas: relevância e representação fidedigna.

Informação contábil-financeira relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários, especialmente se possuir valor preditivo, confirmatório ou ambos. (FIPECAFI, 2010)

Para ser útil, a informação além de ser relevante, deve ser representar fidedignamente as transações e, conseqüentemente, a estrutura patrimonial e financeira e desempenho da entidade. E essa representação fidedigna, para que seja alcançada, deve levar em conta a essência econômica dos fatos representados, e não sua forma jurídica.

Ainda, além de ser fidedigna, a representação da realidade retratada precisa ser completa, neutra e livre de erro. Para que ela seja completa, toda a informação necessária para que o usuário compreenda o fenômeno retratado, incluindo todas as descrições e explicações necessárias devem estar presentes. Já informação neutra não significa informação sem propósito ou sem influência no comportamento dos usuários, significa que a informação é desprovida de viés na sua seleção ou apresentação. Por fim, um retrato da realidade econômica livre de erros significa inexistência de erros ou omissões na informação e seu processo de obtenção que possam levar à sua distorção e, portanto, não representação fidedigna da realidade. (FIPECAFI, 2010).

Nesse sentido, é importante ressaltar que um retrato livre de erros não significa algo perfeitamente exato em todos os aspectos. A contabilidade é permeada em quase a totalidade de suas representações por estimativas. Precisão, exatidão numérica na grande maioria das vezes não pode ser atingida integralmente.

Então a prática do gerenciamento de resultados pode comprometer a representação fidedigna dos fatos ocorridos na empresa, bem como ferir o pressuposto da relevância.

Hendriksen e Van Breda (1999) observam que para os pesquisadores em contabilidade, o mercado de capitais é importante, pois a observação das reações desse mercado às informações contábeis permite testar os pressupostos da teoria contábil.

A eficiência do mercado é uma das características necessárias para que a informação contábil tenha efeito real nesse mercado. Conforme ensina Fama (1970), as condições de um mercado eficiente se satisfazem, teoricamente, quando:

- a) Não existem custos de transação na negociação de títulos;
- b) Toda informação está disponível sem custos a todos os participantes do mercado.
- c) As expectativas dos participantes do mercado são homogêneas em relação às implicações da informação disponível.

Fama (1970) estudou teórica e empiricamente como os valores mobiliários se ajustam a três formas de eficiência de mercado: fraca, semi-forte e forte. Na forma fraca, os preços das ações refletem toda a informação que pode estar contida no histórico de preços, ou seja, é impossível prever preços futuros com base em preços históricos. Na forma semi-forte parte-se do princípio de que toda informação pública disponível está incorporada ao preço dos valores mobiliários. E por fim, na forma forte, parte-se do princípio de que toda informação relevante disponível, seja pública ou privada, está refletida no preço dos títulos.

Se a hipótese de eficiência de mercado na forma semi-forte for verdadeira, não há utilidade para as empresas em gerenciarem suas práticas contábeis, uma vez que, se essa informação se tornasse pública, o mercado seria capaz de avaliá-la corretamente e identificaria o efeito do gerenciamento de resultados. (KAM, 1990).

Para Sun e Rath (2008) essa suposição é de difícil concretização na prática e então duas condições são fundamentais para a ocorrência do gerenciamento de resultados: a existência da assimetria de informação e de custos de agência, conforme pode ser observado na figura 01.

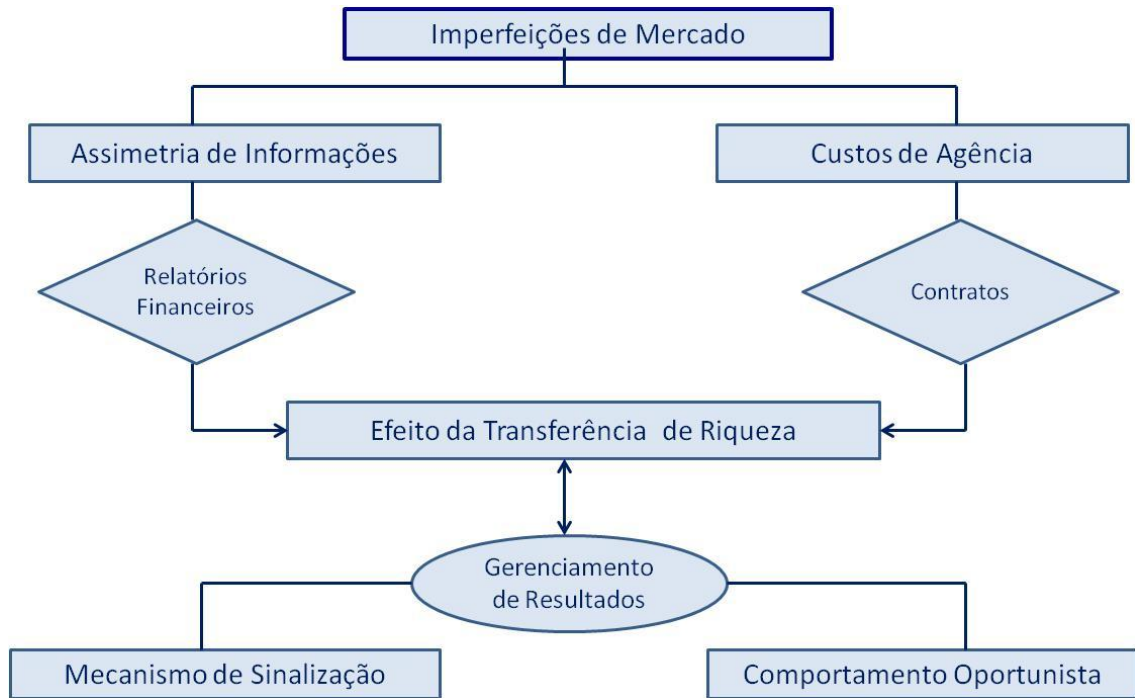


Figura 01: Estrutura Conceitual para a ocorrência do Gerenciamento de Resultados.

Fonte: Sun e Rath (2008, p. 419).

Observa-se na figura 01, que de um lado as imperfeições de mercado criam um ambiente propício para que os gestores se engajem no gerenciamento de resultados objetivando obterem benefícios privados, seguindo um comportamento oportunista e por outro, esse mesmo ambiente cria oportunidades para que gestor utilize essa discricionariedade para comunicar as informações relacionadas ao desempenho da empresa de uma forma apropriada. (SUN e RATH, 2008).

2.3.2 - MOTIVAÇÕES PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O resultado (lucro/prejuízo) é uma importante informação financeira que os usuários utilizam muitas vezes para avaliar o desempenho da empresa, entretanto parte desse resultado pode decorrer de ajustes contábeis de natureza discricionária, sem qualquer correlação com a realidade do negócio, ou seja, o gestor realiza suas escolhas em razão dos incentivos que o levam a informar resultado distinto. (MARTINEZ, 2008).

Para Healy e Wahlen (1999), os prováveis motivos que incentivam os gestores a gerenciar resultados, podem ser assim classificados:

1) **Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais:** o uso da informação contábil por investidores e analistas financeiros na avaliação de ações pode criar um incentivo para os administradores para gerenciar lucros na tentativa de influenciar o desempenho dos títulos no curto prazo.

2) **Motivações Contratuais:** a informação contábil também é utilizada como subsídio no monitoramento dos contratos entre a empresa e seus vários grupos de interesse (*stakeholders*). Exemplos: contratos de remuneração dos gestores utilizados para alinhar os incentivos com os *stakeholders* e contratos de empréstimos com cláusulas restritivas, para limitar as ações dos gestores que beneficiam os *stakeholders* em detrimento dos credores.

3) **Motivações Regulamentares:** para Healy e Wahlen (1999), empresas de setores regulados têm incentivos para praticar o gerenciamento, como consequência da legislação que a afeta, e se ela puder ser beneficiada com a prática.

Martinez (2001) identificou alguns estudos relacionados às três principais categorias de incentivos para o gerenciamento de resultados, conforme pode ser observado no quadro 01.

Incentivos Contratuais	Estudos Relacionados
Contrato de dívida (<i>lending agreements</i>).	DHALIWAL (1980).
Contratos de Compensação de Executivos.	HEALY (1985).
Negociação de Convenções coletivas de trabalho.	LIBERTY e ZIMMERMAN (1986).
Contratos implícitos e <i>Stakeholders Costs</i> .	BROWEN, DUCHARME e SHORES (1995).
Incentivos do Mercado de Capitais	Estudos Relacionados
Melhorar termos em lançamento numa IPOs.	TEOH, WELCH e WONG (1998).
Busca de financiamento externo, com o lançamento de Títulos.	DECHOW, SLOAN e SWEENEY (1996).
Evitar perdas e manter a continuidade dos resultados.	DEGEORGE, PATEL e ZECKHAUSER (1999).
Pagar regulares dividendos aos acionistas.	KASANEN, KINNUNEN e NISKANEN (1996).

Incentivos Reguladores	Estudos Relacionados
Processos Políticos.	WATTS e ZIMMERMAN (1990).
Proteção de Mercado (restrições alfandegárias)	JONES (1991).
Empresas que estão sendo investigadas.	NADEU & CORNMIERS (1999).

Quadro 01: Motivos para gerenciamento de resultados

Fonte: Martinez (2001, p. 42)

Recentemente Walker (2013) propôs outra classificação sobre os incentivos para gerenciamento:

- 1) Para atingir termos contratuais ou metas relacionadas aos relatórios financeiros.
- 2) Para influenciar investidores externos e/ou intermediários financeiros na formação de expectativas sobre os fluxos de caixa e/ou percepção de risco da firma.
- 3) Para disponibilizar um conjunto de informações para partes externas (*thirdparties*), tais como concorrentes, clientes, fornecedores, empregados, entidades reguladoras, governo e grupos políticos que estejam interessadas em identificar o desempenho e saúde financeira da empresa.

No quadro 02 estão relacionados, de forma não exaustiva, os estudos realizados por pesquisadores brasileiros, objetivando analisar o Gerenciamento de Resultados sob os enfoques contratuais, de mercado de capitais e de grupos de interesse.

Autor(es)	Principais conclusões
Martinez (2001)	Empresas que manejam “artificialmente” os resultados conseguem no curto prazo seduzir os investidores, entretanto no longo prazo, o mercado identifica tais procedimentos e as ações são penalizadas com os piores desempenhos acumulados.
Paulo (2007)	Concluiu que os modelos operacionais de estimação dos <i>accruals</i> discricionários, não apresentam fundamentação teórica adequada e têm baixo valor preditivo. Propôs um novo modelo que ao ser testado demonstrou ter maior valor explicativo do comportamento dos <i>accruals</i> .
Coelho e Lopes (2007)	Não confirmou com significância estatística que o gerenciamento de resultados estivesse associado aos níveis de endividamento.

Silva (2008)	Não existem evidências significativas de mudanças de práticas voluntárias oportunistas para evitar a violação dos <i>covenants</i> contábeis.
Santana (2008)	Encontrou indícios de maior gerenciamento de resultados nas empresas que fornecem remuneração não fixa aos seus executivos, para uma amostra de empresas da America Latina com ADRs no período de 2002 e 2006, usando o modelo KS.
Baptista (2008)	Encontrou maiores níveis de <i>accruals</i> em empresas com maior expectativa de crescimento, maior exposição ao risco e menor concentração acionária. Para as variáveis: rentabilidade patrimonial, operacional, endividamento e rentabilidade do acionista, maiores valores de <i>accruals</i> foram associados tanto a menores como a maiores níveis destas variáveis.
Nardi e Nakao (2009)	Existe uma relação positiva, em que quanto maior o gerenciamento de resultados, maior o custo da dívida, ou seja, este é influenciado por aquele.
Formigoni, Antunes e Paulo (2009)	Analysaram a composição da diferença entre os resultados contábeis e o resultado tributável. Não apuraram evidências estatisticamente significativas de que exista manipulação de resultados e/ou de tributos pelas empresas da amostra.
Cupertino (2010)	Analysou a anomalia dos <i>accruals</i> no mercado brasileiro. Os componentes dos <i>accruals</i> não são mal apreçados pelo mercado.
Santos e Carvalho (2010)	Encontrou indícios de que as empresas manipulam seus ganhos dois anos antes de seu fechamento.
Vassoler (2010)	Replicou a mesma pesquisa de Santos (2008) para o período de 2002 a 2008, usando o modelo Jones Modificado, e encontrou o mesmo resultado, ou seja, o modelo de remuneração influencia na propensão ao gerenciamento de resultados por escolhas contábeis.
Barros (2012)	Melhores estruturas de Governança Corporativa não estão relacionadas à menor propensão a gerenciar resultados.
Moura, Hall e Toledo Filho (2012)	Não há relação entre concentração de capital e gerenciamento de resultados.
Machado (2012)	Encontrou que haveria uma influência da política de remuneração no nível de gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais e <i>accruals</i> discricionários. A idade e <i>expertise</i> do executivo influenciam nesta relação, assim como o segmento, desempenho e tamanho da empresa.
Rezende e Nakao (2012)	Apontaram que existe uma relação negativa entre o lucro tributável e o gerenciamento de resultados contábeis.
Formigoni <i>et al.</i> (2012)	Não confirmaram a hipótese de que os incentivos tributários afetam a mensuração dos componentes contábeis patrimoniais e de resultado das companhias abertas brasileiras.
Rodrigues (2013)	Existe gerenciamento de resultados, porém não logrou êxito para confirmar com significância estatística que tal prática estivesse associada aos períodos mais próximos à realização das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) de ações de companhias abertas.
Erfurth e Bezerra (2013)	Concluíram que as empresas gerenciam resultados de forma semelhante entre os diversos níveis de governança da Bovespa.
Gravatá (2013)	Confirmou que existe impacto do gerenciamento de resultados sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto.

Lopes (2013)	Analisou a relação entre a remuneração por meio dos juros sobre capital próprio e o gerenciamento de resultados em função da variabilidade do lucro contábil e do lucro tributável e encontrou indícios de que o gerenciamento do lucro tributável influencia a decisão pela remuneração por meio dos juros sobre capital.
Moura, Macêdo, Salla e Cunha (2013)	Analisaram se existia relação entre participação acionária de investidores institucionais e o gerenciamento de resultados contábeis em companhias abertas brasileiras e encontraram que o setor econômico de construção e transporte obteve o maior médio de gerenciamento em 2009.
Maia, Bressan, Lamounier e Braga (2013)	Encontraram indícios de que as cooperativas de crédito no Brasil não gerenciam seus resultados com o propósito de adequação ao capital regulatório, porém os resultados forneceram evidências de suavização de resultados para evitar reportar perdas.

Quadro 02: pesquisas brasileiras sobre Gerenciamento de Resultados.

Ainda para Martinez (2001), inúmeros são os motivos que contribuem para que os gestores realizem gerenciamento de resultados, dentre os quais se destacam:

- a) O desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados.
- b) A pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, bem como o anseio de captar novos investidores e acionistas.
- c) A ambição de obter bônus significativos (compensação), ainda que isso implique sacrifício futuro da empresa.

2.3.3 - MODELOS PARA MENSURAÇÃO DOS ACCRUALS

A diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido é conhecida como *accruals* (apropriações), ou seja, são todas aquelas contas de resultado que entraram na apuração do lucro não implicando necessariamente em movimentação de disponibilidades. O gestor pode tomar a decisão de aumentar ou diminuir os *accruals* por motivos alheios à realidade do negócio e, portanto existem: i) *accruals* discricionários (*discretionary accruals*) – não esperados e *accruals* não discricionários (*non discretionary accruals*) - esperados. Logo, os *accruals* discricionários são as *proxies* ou equivalentes do Gerenciamento de Resultado. (MARTINEZ, 2008).

Cupertino (2010) comenta que nenhum dos *accruals* é diretamente observável e, portanto, muitas *proxies* e técnicas de estimação são sugeridas, sendo que na literatura sobre

gerenciamento de resultados, de forma geral a identificação da parte discricionária e não discricionária dos *accruals* segue o modelo de Jones (1991) ou alguma variante.

De uma forma mais simples o gerenciamento de resultados contábeis é uma forma de tratar a diferença entre o regime de competência exigido pelas normas e princípios contábeis e o regime de caixa.

Conforme a Resolução CFC nº. 1.282/10, que atualizou a Resolução CFC nº. 750/93, os Princípios de Contabilidade, nova denominação dada aos Princípios Fundamentais de Contabilidade, representam a essência das doutrinas e teorias relativas à Ciência da Contabilidade. O Princípio da Competência orienta que os efeitos das transações e outros eventos devem ser reconhecidos nos períodos a que se referem, independentemente do recebimento ou pagamento. O Princípio da Competência pressupõe a simultaneidade da confrontação de receitas e de despesas correlatas. As receitas e despesas devem ser registradas no período ao qual pertencem, ainda que não tenham sido recebidas ou pagas.

Ahmed, Zhou e Nainar (2001), observaram que há duas formas alternativas para mensurar os *accruals* totais descritos na literatura. Uma é a abordagem do Balanço Patrimonial, que mede os *accruals* totais por meio da mudança em sucessivas contas patrimoniais. A outra forma é a abordagem do Fluxo de Caixa, segundo a qual os *accruals* totais são mensurados pela diferença do lucro antes de itens extraordinários e do fluxo de caixa operacional.

Os estudos relacionados ao gerenciamento de resultados normalmente utilizam como *proxy* de gerenciamento os *accruals* discricionários e os modelos mais utilizados na estimação desta *proxy* são os de Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Kang e Sivaramakrishnan – KS (1995), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Sloan (1996), Dechow, Richardson e Tuna (2003), Pae (2005), Ball e Shivakumar (2006) combinado com o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney de 1995. Outros modelos também são utilizados nos estudos, tais como os de distribuição de frequências de resultados, modelos de estimação de *accruals* não-discricionários específicos, dentre outros.

Os principais modelos de estimação de *accruals* são:

Healy (1985)

$$TA = LL - FCO \quad (1)$$

Em que:

TA = Accruals Totais

LL = Lucro Líquido

FCO = Fluxo de Caixa Operacional

DeAngelo (1986)

$$TA_1 - TA_0 = (DA_1 - DA_0) - (NA_1 - NA_0) \quad (2)$$

Em que:

TA_1 = *Accrual* total na data $t = 1$, período “suspeito” de gerenciamento, *Accrual* supostamente “manipulada” calculada pela diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional em $t = 1$.

TA_0 = *Accrual* total na data $t = 0$, *benchmark* para o que o *Accrual* deveria ser na ausência de manipulação do lucro. Calculado pela diferença entre o Lucro líquido e o Fluxo de Caixa Operacional em $t = 0$, período em que se espera não haja manipulação do lucro.

$TA_1 - TA_0$ = é a *accrual* anormal, a qual é testada se é significativamente negativa (no caso de confirmação, é a *Proxy* de gerenciamento para reduzir lucro)

DA = Componente discricionário (não observável) dos *Accruals* totais.

$DA_1 - DA_0$ = Diferença entre o componente discricionário do *Accrual* no período em que se espera não ter havido manipulação e o componente discricionário do *Accrual* período suspeito de manipulação.

NA = Componente não discricionário (não observável) dos *Accruals* totais;

$NA_1 - NA_0$ = Diferença entre o componente não discricionário do *Accrual* no período em que se espera não ter havido manipulação e o componente não discricionário do *Accrual* no período suspeito de manipulação. DeAngelo (1986) assume que essa diferença é nula, pois os *Accruals* não discricionários são constantes de um período para outro.

Jones (1991)

$$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} [\Delta REV_{it}] + \beta_{2i} PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

TA_{it} = *Accruals* totais no ano t para a empresa i, calculados pelo enfoque do Balanço Patrimonial.

ΔREV_{it} = Variação da Receita no ano t em relação ao ano t – 1 para a empresa i.

PPE_{it} = Ativo Imobilizado Bruto (*gross property, plant and equipament*) ano t para a empresa i.

ε_{it} = termo de erro para a empresa i no ano t (*Proxy* de gerenciamento).

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) ou Jones Modificado

$$TA_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \beta_{2i} PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Em que:

TA_{it} = *Accruals* totais no ano t para a empresa i, calculados pelo enfoque do Balanço Patrimonial.

ΔREV_{it} = Variação da Receita no ano t em relação ao ano t – 1 para a empresa i.

ΔREC_{it} = Contas a Receber Líquidas no ano t menos contas a Receber líquidas no ano t – 1 para a empresa i.

PPE_{it} = Ativo Imobilizado Bruto (*gross property, plant and equipament*) ano t para a empresa i.

ε_{it} = termo de erro para a empresa i no ano t (*Proxy* de gerenciamento).

Kang e Sivaramakrishnan (1995)

$$TA_{it} = \phi_0 + \phi_1[\delta_{1i} * REV_{it}] + \phi_2[\delta_{2i} * EXP_{it}] + \phi_3[\delta_{3i} * GPPE_{it}] + \beta PART_{it} + \mu_{it} \quad (5)$$

$$\delta_{1i} = \frac{AR_{it-1}}{REV_{it-1}}$$

$$\delta_{2i} = \frac{INV_{it-1} + OCA_{it-1} + CL_{it-1}}{EXP_{it-1}}$$

$$\delta_{3i} = \frac{DEP_{it-1}}{GPPE_{it-1}}$$

Em que:

TA_{it} = *Accruals* totais no ano t para a empresa i, calculados pelo enfoque do Balanço Patrimonial.

ϕ = Coeficiente da variável estatística.

REV_{it} = Vendas líquidas na data t para a empresa i.

EXP_{it} = Despesas Operacionais (incluindo custo das vendas, despesas gerais e administrativas antes da depreciação) na data t para a empresa i.

$GPPE_{it}$ = Ativo imobilizado bruto na data t para a empresa i.

$PART_{it}$ = Variável *dummy* que captura o(s) fator(ES) que motiva(m) o gerenciamento. Na ausência de gerenciamento, PART assume valor igual a 0. No modelo de Kang e Sivaramakrishnan (1995), PART = 1 para o ano no qual a quantidade de *accruals* foi acrescentada.

AR_{it} = Contas a receber na data t para a empresa i, excluídos os reembolsos de impostos (*tax refunds*).

INV_{it} = Estoque na data t para a empresa i,

OCA_{it} = Outros ativos correntes exceto caixa, contas a receber e estoques na data t para a empresa i.

CL_{it} = São as contas a pagar, excluindo-se porção da dívida de longo prazo que vence no curto prazo na data t para a empresa i.

DEP_{it-1} = Depreciação e amortização na data t para a empresa i.

μ_{it} = termo de erro na data t para a empresa i, corresponde ao somatório de erros das equações de estimação dos valores esperados das variáveis independentes.

Sloan (1996)

$$Accruals = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep \quad (6)$$

Em que:

ΔCA = Variação no Ativo Circulante;

$\Delta CASH$ = Variação no Caixa e Equivalentes de Caixa;

ΔCL = Variação no Passivo Circulante;

ΔSTD = Variação da Dívida incluída no Passivo Circulante;

ΔTP = Variação no Imposto de Renda a Pagar;

Dep = Despesas de Depreciação, Amortização e Exaustão.

Baptista (2008) constatou em sua pesquisa, que o modelo de Kang e Sivaramakrishnan – KS (1995), foi o mais frequentemente utilizado para estudos de gerenciamento de resultados. A autora considera que o modelo KS com o propósito de contornar limitações de natureza estatística e melhorar a capacidade de estimação dos *accruals* não discricionários (como a obtenção de um R^2 maior) é um modelo aperfeiçoado a partir do modelo de Jones (1991), justificando assim, a quantidade de pesquisas que o adotou. No entanto, a autora enfatiza que a comparação da capacidade explicativa dos modelos pode ser realizada quando um mesmo estudo aplica diferentes métodos para uma mesma amostra. Apesar de o modelo KS ser o mais utilizado, para os estudos que o utilizaram ele não apresentou maior R^2 em relação aos outros métodos.

O modelo de Kang e Sivaramakrishnan, (1995) conhecido como modelo KS, utiliza diretamente as contas do balanço patrimonial em determinado exercício, inclui as despesas operacionais na regressão bem como trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação de receitas.

Para mensurar o valor dos *accruals* discricionários (AD), Martinez (2008) expõe em seu artigo os modelos de Healy (1985), Jones (1991) e o modelo de Dechow, Sloan e Sweeney (1995) - Jones modificado - e destaca uma série de erros de classificação tais como: i) erros nas variáveis; ii) variáveis omitidas; iii) simultaneidade. O referido autor considera então que o modelo de Kang-Sivaramakrishnan (1995) é a melhor alternativa, pois inclui as despesas operacionais na regressão, trata das contas a receber para lidar com eventuais problemas associados à manipulação nas receitas e corrige o problema da simultaneidade empregando a metodologia de variáveis instrumentais.

Em extensa investigação realizada por Baptista (2008), que teve por objetivo traçar o perfil das empresas com maior propensão ao gerenciamento de resultados, a autora verificou que maiores níveis de *accruals* podem ser associados a empresas com maior expectativa de crescimento, maior exposição ao risco e menor concentração acionária. Para as variáveis rentabilidade patrimonial, operacional, endividamento e rentabilidade do acionista, maiores

valores de *accruals* foram associados tanto a menores como a maiores níveis destas variáveis. Também são mais propensas a praticar o gerenciamento as empresas não listadas nos segmentos especiais da Bovespa, que não apresentam programa de ADR, que têm plano de opções, que apresentam contratação junto ao auditor independente, de serviços não relacionados à auditoria, com valor superior a 5% dos serviços de auditoria, e que têm parecer de auditoria com ressalva.

2.4 ALISAMENTO DE RESULTADOS (*INCOME SMOOTHING*)

Em relação às práticas de gerenciamento, pode ser classificado em três tipos: (McKEE, 2005; MARTINEZ, 2001):

- a) *Target Earnings*: gerenciamento realizado com a intenção de aumentar ou reduzir os lucros, para alcançar metas estabelecidas, que podem situar-se acima ou abaixo do efetivo resultado do período;
- b) *Income Smoothing*: gerenciamento que visa à redução da variabilidade dos lucros reportados e cujo propósito é mantê-los em determinado patamar e evitar sua flutuação excessiva;
- c) *Big Bath Accounting*: gerenciamento empreendido para reduzir lucros correntes, em prol dos futuros. Dessa forma, os resultados correntes são piorados, tendo como propósito torná-los melhores no futuro.

O alisamento de resultados (*income smoothing*) é um comportamento que tem por objetivo reduzir a volatilidade do resultado contábil divulgado em torno de um resultado esperado (*target income*), por meio do uso de métodos ou práticas contábeis permitidas, e também é um comportamento para criar ou manter a habilidade de reduzir a volatilidade dos resultados reportados, tendo em vista o processo da regulação existente. (BUCKMASTER, 2001).

Eckel (1981) classificou o alisamento de resultados em natural e intencional. Um alisamento natural pressupõe que o processo de geração de resultados da empresa tende a um fluxo normalizado, enquanto que o alisamento intencional ocorreria por meio das ações dos administradores, empreendidas com a intenção de maximizar sua utilidade pessoal, em detrimento de outras partes interessadas.

Carlin e Victor (2010) observam que o aspecto intencional da prática de alisamento de resultados não é um fenômeno recente, sendo explicitado nos conceitos emanados por Beidleman (1973), Barnea, Ronen e Sadan (1976), Imhoff (1981), Ronen e Sadan (1981) e Ashari *et al.* (1994).

A existência de alisamento intencional dos resultados da empresa não implica em afirmar que houve o gerenciamento contábil de resultados, pois conforme Eckel (1981), este alisamento pode ser real ou artificial.

Dascher e Malcom (1970) definem alisamento real como aquela que se refere a uma transação atual que é tomada pelo gestor, com o objetivo de estabilizar o resultado, enquanto que o artificial refere-se a procedimentos contábeis que são implementados para transferir custos ou receitas de um período para o outro.

Conforme Stolowy e Breton (2000) para que o gestor consiga efetivamente alisar os resultados, tanto para real quanto artificialmente, deverá incorrer em uma ou mais dimensões do alisamento:

- Dimensão de Alisamento Artificial - Classificatório: alisamento por meio de classificação dos itens dentro da Demonstração de Resultado. O alisamento classificatório só é efetivo quando seu objeto não é o Lucro Líquido do Exercício.
- Dimensão de Alisamento Artificial – Inter-temporal: alisamento por meio de alocação entre os períodos: dada a ocorrência de um evento e seu reconhecimento pela empresa o gestor ainda possui certa discricionariedade na definição do número de períodos que serão afetados pelo mesmo e de seu impacto em cada um desses períodos.
- Dimensão de Alisamento Real – Inter-temporal: alisamento por meio da ocorrência de um evento e/ou de seu reconhecimento. O gestor pode planejar transações, de forma que as mesmas diminuam as variações no lucro.

Portanto, a dimensão classificatória ocorre quando itens podem ser reconhecidos em pontos diferenciados da demonstração do resultado, enquanto que a inter-temporal diz respeito ao momento em que uma operação é realizada e/ou reconhecida e seu respectivo efeito nos períodos subsequentes.

A dimensão inter-temporal, quando feita por meio de alocação entre os períodos, compreende operações que permitem mais de uma forma de mensuração e reconhecimento.

Um bom exemplo é a depreciação, pois conforme o método escolhido, o montante que irá influenciar o resultado será diferente e, da mesma forma, o período de tempo impactado por esta depreciação também poderá variar. No caso da dimensão inter-temporal por meio da ocorrência de um evento, quando artificial, pode ser exemplificada por uma operação em que há discricionariedade para que o gestor reconheça determinado valor como ativo ou despesa em determinado período, por exemplo os gastos com pesquisa e desenvolvimento. (STOLOWY e BRETON, 2000).

Independente do tipo de alisamento, de acordo com Dechow e Skinner (2000) o cerne do problema do gerenciamento por meio dos números contábeis é a intenção, que não é diretamente observável.

Stolowy e Breton (2004) consideram o aspecto de intenção, evidenciando que o gerenciamento pode ser feito não apenas para maximizar a utilidade do gestor, mas também para maximizar a riqueza da empresa, restringindo assim o conceito a uma perspectiva oportunista.

Os gestores podem gerenciar resultados buscando maximizar a sua própria utilidade, bem como pode ter a intenção de influenciar a percepção de terceiros interessados no desempenho da empresa, tais como órgãos reguladores, credores, etc.

2.4.1 ESTUDOS ANTERIORES SOBRE O *INCOME SMOOTHING*

Na investigação realizada por Ashari *et al.* (1994), investigou uma amostra de 153 empresas listadas na *Singapore Stock Exchange*, no período entre 1980 e 1990, e encontrou que existe relação entre o setor e o alisamento de resultados, devido à regulação e instabilidade do ambiente de negócios. Em relação à variável tamanho da empresa, medido com base no ativo, esta não se mostrou significativa.

Carlson e Bathala (1997) encontraram que as diferenças de estrutura de propriedade, mecanismos de incentivo aos gestores (remuneração) e lucratividade são relevantes para explicar o alisamento de resultados nas empresas.

Na pesquisa realizada por Mendes e Rodrigues (2006) sobre uma amostra de empresas portuguesas com títulos negociados no Mercado de Cotações Oficiais da *Euronext* Lisboa, a relação entre alisamento de resultados e as variáveis risco, valor, tamanho e rentabilidade não

foram significativas. Em relação à variável endividamento, os autores encontraram que as empresas alisadoras suportam em média juros mais elevados e em relação à estrutura de propriedade, a incidência de normalização é superior em empresas com propriedade pulverizada.

Martinez (2006) encontrou evidências de que as contas de despesas de depreciação, as contas de provisão para devedores duvidosos e as de receitas não operacionais são utilizadas para reduzir a variabilidade dos resultados.

Castro (2008) detectou que as empresas alisadoras são, em média, menos arriscadas que as não alisadoras e que empresas menores são mais propensas ao alisamento. Constatou também que o retorno anormal das ações das empresas alisadoras é, em média, maior que o das não alisadoras e que as empresas alisadoras possuem, em média, beta de mercado menor que as não alisadoras.

Os resultados dos testes da investigação realizada por Castro e Martinez (2009) indicaram que as empresas que promovem *income smoothing* estão propensas a ter um maior custo de capital de terceiros e uma estrutura de capital com maior peso para endividamento de longo prazo.

Carlin e Victor (2010) testaram grupos de empresas alisadoras (*smoothers*) e não alisadoras (*non smothers*). Os resultados desse teste apontaram diferenças estatisticamente significativas para Retorno do Ativo, Endividamento, Tamanho das Empresas, Concentração de Propriedade, Regulação do Setor e Qualidade da Auditoria. As evidências sugerem que o *Turnover* do CEO (*Chief Executive Officer*), a Propriedade Familiar e a Qualidade da Auditoria influenciam o alisamento de resultados. Há indícios de existência de motivações contratuais para o alisamento de resultados pelas empresas brasileiras, bem como de fatores limitadores de tal prática como a Qualidade da Auditoria externa.

Torres *et al.* (2010) encontraram indícios de que firmas com estrutura de propriedade e controle mais concentrada podem estar promovendo um alisamento de resultados artificial, buscando resguardar interesses dos acionistas majoritários e controladores, mediante a alteração da percepção de riscos dos acionistas minoritários.

Tonin (2012) avaliou se o alisamento de resultados, por meio dos modelos de Eckel (1981) e de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), teria relação com atribuição de classificação de *rating*. Com aplicação da regressão *logit* e seus testes de robustez, verificou-se que somente o modelo Eckel (1981) mostrou uma relação estatisticamente significativa entre suavização de

resultados e *rating*. Quanto às variáveis de controle Tamanho e Alavancagem, estas apresentaram significância estatística, fato que não ocorreu com a Rentabilidade.

Os resultados da pesquisa de Ribeiro (2013) forneceram indícios de que a presença do *board interlocking* influencia na qualidade da divulgação das informações contábeis. Empresas que compartilham conselheiros com outras organizações, nas quais há ocorrência do *income smoothing*, tendem a manipular seus resultados contábeis mais facilmente. Isso ocorre devido às características do mercado de capitais brasileiro, como: predominância na formação de grupos econômicos, grupos com controle governamental e fundos de pensão, o que enseja que as práticas adotadas com sucesso por algumas empresas sejam difundidas rapidamente.

Domingos e Lima (2013) investigaram se as companhias listadas na BM&FBovespa gerenciam resultados por *income smoothing* por meio da análise de contas específicas (*specific accruals*), considerando as alterações decorrentes do processo de convergência das normas brasileiras de contabilidade ao padrão internacional. Pode-se verificar que as empresas utilizam as contas Despesa com Depreciação, Outras Receitas Operacionais, Ajustes de Avaliação Patrimonial e Provisões de Curto Prazo para gerenciar os resultados contábeis, visando reduzir a variabilidade do lucro.

Borges *et al.* (2014) investigaram se o processo de convergência às normas contábeis internacionais aumentavam o gerenciamento de resultados das companhias brasileiras do subsetor de energia elétrica listadas na BM&FBovespa. Foi constatada uma maior variabilidade no lucro operacional no período pós-convergência, evidenciando menor prática de suavização de resultados.

2.4.2 – MODELOS DE MENSURAÇÃO DO ALISAMENTO DE RESULTADOS

Conforme Martinez (2013), as metodologias mais utilizadas nas pesquisas brasileiras sobre o *income smoothing* se baseiam nos modelos de Eckel (1981) e de Leuz, Nanda e Wisocky (2003).

Carlin e Victor (2010) realizaram uma revisão da literatura sobre trabalhos que buscavam identificar os fatores determinantes do alisamento de resultados, no período de 1994 a 2007. Houve preponderância do modelo de Eckel (1981), e a metodologia de análise

dos dados mais utilizada foi a Análise Univariada e Regressão Logística Binomial. Dentre as variáveis explicativas significativas, foram encontradas o Setor, o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, a Estrutura de Propriedade, o Endividamento e os Mecanismos de Incentivo aos Gestores (remuneração).

Eckel (1981) desenvolveu um método para detecção do alisamento artificial, que consiste em comparar o coeficiente de variabilidade das vendas com o coeficiente de variabilidade do lucro. Se o lucro é função linear das vendas, o custo variável unitário se mantém constante no tempo, os custos fixos não diminuem e as vendas brutas não podem ser alisadas artificialmente. Se o coeficiente de variabilidade do lucro for menor que o das vendas, então a empresa realizou algum tipo de ação visando reduzir a variabilidade do lucro, demonstrando um comportamento alisador.

O modelo de Eckel (1981) é dado por:

$$CV \Delta\% \text{ Net Income} \leq CV \Delta\% \text{ Sales} \Rightarrow \text{Smoothing} \quad (7)$$

Onde $\Delta\% \text{ Net Income}$ = representa a variação anual do lucro e $\Delta\% \text{ Sales}$ = representa a variação anual das vendas.

$$CV(x) = \frac{\sigma(x)}{\mu(x)} \quad (8)$$

Onde $CV(x)$ = Coeficiente de variação da variável randômica, $\mu(x)$ = Média da variável randômica e $\sigma(x)$ = Desvio Padrão da variável randômica.

Se o IA_1 (Índice de Alisamento de Eckel), na equação 9, apresentar um valor menor ou igual a 1 para uma empresa, esta será classificada como alisadora.

$$IA_1 = \frac{CV \Delta\% \text{ Net Income}}{CV \Delta\% \text{ Sales}} \quad (9)$$

Leuz, Nanda e Wisocky (2003), estruturaram quatro modelos para mensurar a relação entre o gerenciamento de resultados e a proteção ao investidor em 31 países. O primeiro

modelo teve por objetivo identificar as variações no desempenho econômico provocados por decisões operacionais e escolhas de divulgação financeira verdadeiras, sendo calculado conforme a equação 10:

$$EM1 = \frac{\sigma \text{ Lucro Operacional}}{\sigma \text{ Fluxo de Caixa Operacional}} \quad (10)$$

Esse modelo revela informação sobre os níveis em que os gestores reduzem a variabilidade dos lucros reportados, sendo que alto valor para esse escore significa menor grau de prática de gerenciamento de resultados. As práticas contábeis adotadas por uma empresa estão diretamente relacionadas aos níveis de governança corporativa. Um padrão de governança forte dificulta essa manipulação por parte dos gestores, ocorrendo oposto quando há um padrão fraco. (LEUZ, NANDA e WISOCKY, 2003).

O segundo modelo considera a correlação entre a contabilidade por regime de competência e o fluxo de caixa operacional para suavizar os lucros. Uma correlação negativa indica um resultado natural do regime de competência, enquanto que magnitudes maiores dessa correlação indicam a suavização dos lucros reportados, os quais não refletem o verdadeiro resultado. Um escore com alto valor implica menor prática de gerenciamento de resultados. Assim, tem-se:

$$EM2 = \rho(\Delta AT, \Delta FCO) \quad (11)$$

Em que:

$AT = Accruals$ Totais escalado pelo Ativo Total em $(t - 1)$.

$FCO =$ Fluxo de Caixa Operacional escalado pelo Ativo Total em $(t - 1)$.

O terceiro modelo é obtido pela taxa média do valor absoluto dos *accruals* totais (AT) e o valor absoluto do fluxo de caixa das operações (FCO) e tem por objetivo utilizar a magnitude dos *accruals* como indicativo para a extensão em que os gestores exercem a discricionariedade na divulgação dos lucros. Assim, tem-se:

$$EM3 = |AT| / |FCO| \quad (12)$$

O quarto e último modelo é o quociente de suavização e o objetivo é apresentar o comportamento da variabilidade do Lucro Não Discricionário (LND) em relação à variabilidade do Lucro Líquido (LL), ou seja, quando o gerenciamento reduz a volatilidade dos lucros pelo uso dos *accruals* discricionários, o desvio-padrão para o lucro líquido apresenta valores menores. Portanto, a volatilidade dos lucros, antes dos *accruals* anormais ou discricionários maiores do que a volatilidade do lucro líquido indica atividades de suavização dos lucros. Assim, tem-se:

$$EM4 = \sigma LND / \sigma LL \quad (13)$$

Em que:

σLND = Desvio-Padrão do Lucro Não-Discricionário dividido pelos Ativos Totais (t-1).

σLL = Desvio-Padrão do Lucro Líquido dividido pelos Ativos Totais (t-1).

O Lucro Não-Discricionário é obtido da seguinte forma:

$$LND = FCO + AND \quad (14)$$

Em que:

LND = Lucro Não-Discricionário.

FCO = Fluxo de Caixa Operacional, computadas indiretamente como a primeira diferença entre o lucro operacional e os *accruals* totais.

AND = *Accruals* Normais (ou não discricionários), obtidos por meio do modelo modificado de Jones, modelado para dividir os *accruals* totais em seus componentes discricionários e não-discricionários.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 NATUREZA DA PESQUISA

Esta pesquisa é caracterizada como descritiva, com abordagem quantitativa. Trata-se de um estudo empírico-analítico, com natureza descritivo-longitudinal, pois buscou-se medir o impacto do alisamento de resultados no endividamento das empresas abertas brasileiras não financeiras no período compreendido entre os anos de 2008 e de 2013, totalizando 402 empresas.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população deste estudo é composta pelas companhias abertas brasileiras e a amostra foi intencional e não probabilística composta por todas as companhias abertas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA.

Foram excluídas da amostra inicial aquelas companhias que continham dados incompletos nos períodos observados. Desta forma, a amostra final foi composta por 273 empresas.

3.3 COLETA DE DADOS

Os dados das empresas foram coletados no banco de dados da Economática. Neste banco de dados foram obtidas as demonstrações contábeis, além dos dados a valor de mercado. Os testes estatísticos e econométricos foram realizados por meio do *software* STATA 12.

Foram observadas 273 empresas por 5 períodos (2009 a 2013). Também foram coletadas as informações para o ano de 2008, uma vez que os modelos de alisamento de resultados são baseados em variações de contas entre períodos, totalizando então um total de 1.638 observações. Em cada uma dessas observações foram coletados dados de 16 rubricas das demonstrações contábeis (Ativo Total, Ativo Circulante, Disponível, Estoques,

Imobilizado, Depreciação/Amortização, Passivo Circulante, Total de Dívidas a Curto Prazo, Passivo Circulante, Passivo Não Circulante, Patrimônio Líquido, Receita Líquida Operacional, Lucro Bruto, Lucro Operacional, Lucro Líquido e Fluxo de Caixa gerado pelas Atividades Operacionais), além dos seguintes indicadores financeiros: Valor de Mercado e Beta em 31 de dezembro de cada exercício para cada empresa.

3.4 HIPÓTESES DA PESQUISA

Para responder a questão de pesquisa e atingir os objetivos deste trabalho, foram propostas as hipóteses a seguir, que foram formuladas a partir do referencial teórico.

Para Van Tendeloo e Vanstraelen (2005) e Goncharov e Zimmermann (2006), o processo de convergência às normas internacionais, pode resultar num aumento nos níveis de gerenciamento de resultados. Estes autores argumentam que este resultado pode ser mais premente em países cujas normas sejam baseadas em regras, com mercado acionário fraco e pouca proteção aos investidores.

Ainda Leuz, Nanda e Wysocki (2003) argumentam que em países cujo sistema legal seja baseado no *common law*, os índices de alisamento são mais baixos. Considerando que o Brasil tem o seu sistema legal baseado no *code law*, então os índices de alisamento seriam mais altos.

Por outro lado, Jeanjean e Stolowy (2008) não encontraram modificações nos níveis de gerenciamento de resultados das empresas do Reino Unido e Austrália após a adoção das IFRS. Os autores também concluíram que os padrões contábeis desempenham um papel limitado na determinação da qualidade dos relatórios, sendo o gerenciamento de resultados um dos determinantes desta qualidade.

Desta forma, a primeira hipótese proposta é:

H1: após a adoção das normas contábeis convergidas ao padrão internacional, houve alisamento de resultados.

Para Antoniou, Guney e Paudal (2008) a alavancagem financeira é afetada pelas condições de mercado, ambiente econômico e questões legais de cada país.

Castro e Martinez (2009) testaram se o alisamento de resultados era determinante para a estrutura de capital e para tanto utilizaram um modelo de regressão múltipla em dados em painel contendo valores defasados, partindo do pressuposto de que em cada período os gestores ajustam a estrutura de capital e o custo de capital de terceiros ao objetivo desejado. Os autores encontraram que o alisamento de resultados é determinante para a estrutura de capital e quanto ao custo de capital de terceiros se mostrou significativo com uma e duas defasagens.

Desta forma a segunda hipótese proposta é a seguinte:

H2: o endividamento é afetado pelo alisamento de resultados.

Conforme Bastos, Martelanc e Nakamura (2012) embora a interdependência entre endividamento e fatores específicos da empresa tenha sido descrita, de forma predominante, em favor da teoria tradicional – *Trade Off* ou em favor da teoria do *Pecking Order*, tais modelos não analisam a natureza do processo de ajuste em torno de um nível ótimo de endividamento.

Byoun (2008) constatou que realmente as empresas possuem uma meta de endividamento, entretanto, temporariamente se desviam dessa meta. O desvio é provocado pelas empresas estarem acima ou abaixo de sua estrutura de capital alvo quando lidam com excesso ou escassez de recursos financeiros.

Por fim, a terceira hipótese é a seguinte:

H3: o nível de endividamento atual é afetado pelo endividamento passado.

3.5 VARIÁVEIS DO MODELO

As variáveis submetidas aos procedimentos econométricos foram definidas considerando o referencial teórico das pesquisas empíricas já realizadas. As variáveis dependentes que se referem à estrutura de capital das empresas foram representadas por índices de endividamento, conforme pode ser observado no quadro 03.

Variáveis Dependentes	Sigla	Cálculo
Endividamento Total	$ENDT_{it}$	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo Total da empresa i no ano t.
Endividamento Longo Prazo	$ENDL_{it}$	Passivo Não Circulante / Ativo Total da empresa i no ano t.
Endividamento Total em Valor de Mercado	$ENDTM_{it}$	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Valor de Mercado da empresa i no ano t.
Endividamento Longo prazo em Valor de Mercado	$ENDLM_{it}$	Passivo Não Circulante / Valor de Mercado da empresa i no ano t.

Quadro 03: Variáveis Dependentes

Fonte: elaborado pela autora.

As variáveis independentes representam os fatores que possivelmente afetam a estrutura de capital das empresas. Entretanto, como a principal variável a ser estudada será o *Income Smoothing* (alisamento de resultados), as outras variáveis determinantes do endividamento entrarão no modelo como variáveis de controle, conforme apresentado no quadro 04.

Variáveis Independentes	Sigla	Cálculo
Tamanho	TAM_{it}	Logaritmo natural da Receita Operacional Líquida da empresa i no ano t.
Tangibilidade	$TANG_{it}$	(Ativo Imobilizado + Estoques) / Ativo Total da empresa i no ano t.
Crescimento	$CRESC_{it}$	(Receita Operacional Líquida ano t – Receita Operacional Líquida no t ₋₁) / Receita Operacional Líquida ano t ₋₁ , da empresa i.
Rentabilidade	$RENT_{it}$	EBIT/Ativo Total.
Risco do Negócio	$RISC_{it}$	Beta.
Período antes ou pós convergência às IFRS	$IFRS_{it}$	Variável categórica, sendo atribuído 1 se as demonstrações contábeis da empresa i foram elaboradas em consonância com as IFRS no ano t, e 0 em outros casos.
<i>Income Smoothing</i> (alisamento de resultados)	$SMOO_{it-1}$ $SMOO_{it-2}$	Valor do grau de alisamento de <i>Leuz, Nanda e Wysocki</i> (2003) com uma e duas defasagens.

Endividamento Total	$ENDT_{it-1}$	Endividamento Total com uma defasagem.
Endividamento Longo Prazo	$ENDL_{it-1}$	Endividamento de Longo Prazo com uma defasagem.
Endividamento Total em Valor de Mercado	$ENDTM_{it-1}$	Endividamento Total a Valor de Mercado com uma defasagem.
Endividamento Longo prazo em Valor de Mercado	$ENDLM_{it-1}$	Endividamento de Longo Prazo a Valor de Mercado com uma defasagem.

Quadro 04: Variáveis Independentes

Fonte: elaborado pela autora.

Conforme Gujarati e Porter (2011), a dependência de uma variável Y (a variável dependente) sobre outras variáveis X (a variável explanatória) raramente é imediata. Com muita frequência, Y responde a X com lapsos de tempo. Esse lapso é chamado de defasagem.

Desta forma, em relação à variável independente *Income Smoothing*, foram utilizados valores defasados, pois partiu-se da premissa de que a cada período, os gestores ajustam a estrutura de capital ao objetivo desejado – endividamento alvo.

Também foram utilizados valores defasados para variáveis independentes *lagENDT*, *lagENDL*, *lagENDTM* e *lagENDLM*, objetivando verificar se as empresas ajustam o endividamento alvo com base no endividamento passado.

3.6 MÉTODO

Para analisar o efeito do alisamento de resultados sobre o endividamento, inicialmente foram identificadas as empresas alisadoras e as não alisadoras, conforme a metodologia proposta por Eckel (1981), dada pela equação:

$$IA_1 = \frac{CVA\% \text{ Net Income}}{CVA\% \text{ Sales}} \quad (9)$$

Em seguida foi calculado o grau de alisamento das empresas alisadoras conforme o modelo EM1 de Leuz, Nanda e Wisocky (2003) conforme a equação:

$$EMI = \frac{\sigma \text{ Lucro Operacional}}{\sigma \text{ Fluxo de Caixa Operacional}} \quad (10)$$

Em uma terceira etapa foram formados 3 grupos de dados, conforme pode ser observado no quadro 05:

Grupo	Número de empresas	Número de observações	Percentual em relação à amostra
Grupo 1: Empresas Alisadoras e Não Alisadoras	273	1.638	100,00%
Grupo 2: Empresas Alisadoras	53	318	19,41%
Grupo 3: Empresas Não Alisadoras	220	1.320	80,59%

Quadro 05: Composição dos Grupo de Dados

Fonte: elaborado pela autora

Por fim procedeu-se a aplicação do modelo de regressão com dados em painel balanceado (quantidade igual de períodos para cada uma das empresas), considerando que se investiga o comportamento de um conjunto de dados em conglomerado ao longo de determinado período.

Conforme Marques (2000), a principal vantagem da utilização de modelos de dados em painel refere-se ao controle da heterogeneidade individual, ou seja, à possibilidade de se medirem separadamente os efeitos gerados por conta de diferenças existentes entre cada observação em cada *cross-section*, além de ser possível avaliar a evolução, para um dado indivíduo, das variáveis em estudo ao longo do tempo.

Ainda de acordo com Gujarati e Porter (2011) a combinação de séries temporais com observações de corte transversal oferece dados mais informativos, maior variabilidade, menor colinearidade entre variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação.

Existem vários modelos diferentes que podem ser utilizados para dados em painel, sendo que os principais são (1) modelo de efeitos fixos e (2) modelo de efeitos aleatórios. (GUJARATI e PORTER, 2011). Para Fávero *et al.* (2014) o termo “efeitos fixos” oferece uma ideia equivocada da modelagem uma vez que, para ambos os casos, os efeitos no nível do indivíduo (empresas, entidades governamentais ou países) são aleatórios.

Segundo Gujarati e Porter (2011), no modelo de efeitos fixos, o intercepto pode diferir entre indivíduos, em reconhecimento ao fato de que cada indivíduo, ou unidade de corte transversal, pode ter características especiais próprias. Este modelo é adequado em situações em que o intercepto específico ao indivíduo pode estar correlacionado com um ou mais regressores.

Para o modelo de efeitos aleatórios, supõe-se que o intercepto de uma unidade individual seja extraído aleatoriamente de uma população muito maior com um valor médio constante. Este modelo é adequado em situações em que cada unidade do intercepto (aleatório) do corte transversal não está correlacionada com os regressores.

A variável dependente e os regressores podem potencialmente variar simultaneamente ao longo do tempo e entre indivíduos. Enquanto a variação, ao longo do tempo ou para um dado indivíduo, é conhecida por *within variance*, a variação entre indivíduos é chamada de *between variance*, sendo de fundamental importância para a definição do melhor modelo de dados em painel. (CAMERON e TRIVEDI, 2009).

Para definição do modelo a ser empregado, Gujarati e Porter (2011) sugerem a aplicação do teste de *Hausman*. A hipótese nula subjacente ao teste de *Hausman* é que os estimadores do modelo de efeito fixo e do modelo de efeitos aleatórios não diferem substancialmente. O teste estatístico desenvolvido por *Hausman* tem uma distribuição assintótica X^2 . Se a hipótese nula for rejeitada, a conclusão é que o modelo aleatório não é adequado, porque os efeitos aleatórios provavelmente estão correlacionados com um ou mais regressores e então neste caso, o modelo de efeitos fixos é mais adequado.

3.7 MODELO

Para corroborar ou não a hipótese 1, foi utilizada a variável independente categórica IFRS para indicar se a demonstração financeira foi elaborada sob a nova norma contábil, ensejando um maior poder de julgamento na escolha das práticas contábeis e consequentemente influenciando o nível de endividamento da empresa.

Em relação à hipótese 2, foi utilizada a variável independente de *income smoothing* (SMOO), obtida à partir do modelo EM1 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), de forma

defasada em um e dois períodos, e espera-se que a medida que a empresa alise mais os resultados, aumente a proporção de endividamento.

E, por fim, em relação à hipótese 3 foram utilizadas as variáveis independentes defasadas em um período para Endividamento Total, Endividamento de Longo Prazo, Endividamento Total a Valor de Mercado e Endividamento de Longo Prazo a Valor de Mercado, partindo do princípio de que as empresas ajustam o endividamento atual em função do nível de endividamento passado.

Diante do exposto, o conjunto de regressões é o seguinte:

$$ENDT_{it} = \alpha_i + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 TAG_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 IFRS_{it} + \beta_7 ENDT_{it-1} + \beta_8 SMOO_{t-1} + \beta_9 SMOO_{t-2} + \varepsilon_{it}$$

$$ENDL_{it} = \alpha_i + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 TAG_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 IFRS_{it} + \beta_7 ENDL_{it-1} + \beta_8 SMOO_{t-1} + \beta_9 SMOO_{t-2} + \varepsilon_{it}$$

$$ENDTM_{it} = \alpha_i + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 TAG_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 IFRS_{it} + \beta_7 ENDTM_{it-1} + \beta_8 SMOO_{t-1} + \beta_9 SMOO_{t-2} + \varepsilon_{it}$$

$$ENDLM_{it} = \alpha_i + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 TAG_{it} + \beta_3 CRESC_{it} + \beta_4 RENT_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 IFRS_{it} + \beta_7 ENDLM_{it-1} + \beta_8 SMOO_{t-1} + \beta_9 SMOO_{t-2} + \varepsilon_{it}$$

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

Inicialmente para detectar a presença de multicolinearidade nos modelos de regressão, foram calculadas as correlações lineares entre todas as variáveis independentes que foram utilizadas nos modelos. Conforme Fávero *et al.* (2014) a multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis explicativas possuem correlação entre si. Quando a multicolinearidade se dá em um grau bastante elevado, pode prejudicar a inferência.

Conforme pode ser observado na tabela 01, as variáveis que apresentaram maior correlação entre si foram Tamanho com Rentabilidade (0,1146), Tamanho com Risco (0,1235) e Tamanho com todas as variáveis defasadas de Endividamento (Total, de Longo Prazo, Total a Valor de Mercado e de Longo Prazo a Valor de Mercado). A variável Tangibilidade apresentou correlação com Risco (0,1542) e IFRS (0,1962). A variável Rentabilidade apresentou correlação com Risco (0,1465) e a variável Risco com a variável defasada de Endividamento de Longo Prazo (0,1015). Todas as variáveis defasadas apresentaram correlação entre si, devido à característica de lapso de tempo entre as mesmas. Entretanto, considera-se que os valores encontrados não são significativos o suficiente para causarem problemas de multicolinearidade.

Tabela 01 – Análise da Correlação entre variáveis.

	TAM	TANG	CRESC	RENT	RISCO	IFRS	lagSMOO
TAM	1.0000						
TANG	-0.0590	1.0000					
CRESC	-0.0905	-0.0173	1.0000				
RENT	0.1146	-0.0343	0.0443	1.0000			
RISCO	0.1235	0.1542	-0.0816	-0.1465	1.0000		
IFRS	0.0710	-0.1962	-0.0044	-0.0330	-0.0321	1.0000	
lagSMOO	-0.0152	0.0671	-0.0032	0.0070	-0.0368	0.0774	1.0000
lagSMOO2	-0.0032	0.0773	-0.0182	-0.0095	-0.0399	0.0172	0.1940
lagENDT	-0.1958	0.0855	-0.0380	0.0065	-0.0874	-0.0321	0.0261
lagENDL	-0.1826	0.0769	-0.0460	0.0039	-0.1015	-0.0063	0.0321
lagENDTM	-0.1690	0.0732	-0.0575	0.0309	-0.0270	-0.0924	0.0242
lagENDLM	-0.1879	0.0707	-0.0667	0.0358	-0.0646	-0.0711	0.0219
	lagSMOO2	lagENDT	lagENDL	lagENDTM	lagENDLM		
lagSMOO2	1.0000						
lagENDT	0.0055	1.0000					
lagENDL	0.0218	0.8305	1.0000				
lagENDTM	0.0293	0.5333	0.3392	1.0000			
lagENDLM	0.0327	0.4759	0.4518	0.8671	1.0000		

Fonte: elaborado pela autora

Em seguida, foi rodado no *software* Stata 12, os dados em painel para o grupo de dados 1 (empresas alisadoras e não alisadoras), tanto para o modelo de efeitos fixos quanto para o modelo de efeitos aleatórios. Para a escolha entre um modelo e outro, foi aplicado o teste de Hausman .

Segundo Cameron e Trivedi (2005), é essencial que se discuta a distinção entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios na análise de dados em painel. Sob a hipótese nula de que os efeitos individuais são aleatórios, o teste de Hausman verifica se os estimadores são similares (efeitos aleatórios) ou divergem entre si (efeitos fixos) para cada indivíduo.

O teste realizado pode ser observado na tabela 02 e indica que o modelo mais adequado para este conjunto de dados é o de efeitos fixos, pois a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios oferece estimativas dos parâmetros mais consistentes foi rejeitada, já que, para este caso $\chi^2 = 148,20$ (Prob > $\chi^2 = 0,0000$).

Tabela 02 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Alisadoras e Não Alisadoras

---- Coefficients ----				
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
TAM	.01591	.0046924	.0112176	.0130245
TANG	.1509681	.0565875	.0943806	.0340897
CRESC	-.0090948	-.0042085	-.0048863	.0043595
RENT	-.3240884	-.5930712	.2689828	.0455974
RISCO	-.0086983	-.0191581	.0104598	.0139293
IFRS	.0385984	.0395644	-.000966	.0020179
lagSMOO	-.0039678	-.0034649	-.0005028	.
lagSMO02	-.0032256	-.002646	-.0005796	.
lagENDT	.630834	.7976706	-.1668365	.0157846

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(9) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 148.20
 Prob>chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Fonte: elaborado pela autora

O mesmo procedimento foi realizado para o segundo e terceiro grupo de dados, respectivamente de empresas alisadoras e de empresas não alisadoras. Os resultados dos testes de Hausman, que podem ser observados respectivamente nas tabelas 03 e 04, foram os mesmos do primeiro grupo de dados, ou seja, de que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado.

Tabela 03 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Alisadoras

	---- Coefficients ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
TAM	-.0048083	-.0011518	-.0036566	.0212115
TANG	-.2329188	-.0690346	-.1638842	.0857593
CRESC	-.0002996	-.0002369	-.0000627	.002012
RENT	-.3229705	-.4502261	.1272556	.1181402
RISCO	-.0155534	-.0057767	-.0097767	.0277974
lagSMOO	-.0035355	-.006957	.0034215	.0104145
lagSMO02	-.0020871	-.0015678	-.0005192	.
lagENDT	.2664341	.9414665	-.6750324	.1337523

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 24.89$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0016$$

(V_b-V_B is not positive definite)

Fonte: elaborado pela autora

Tabela 04 – Teste de Hausman – Dados em Painel Empresas Não Alisadoras

	---- Coefficients ----			
	(b)	(B)	(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	fixed	random	Difference	S.E.
TAM	.0380142	.0056263	.032388	.0141642
TANG	.1621596	.0952537	.0669059	.0427598
CRESC	-.0414684	-.0070982	-.0343702	.0129601
RENT	-.2938021	-.6101398	.3163377	.0457943
RISCO	.0124998	-.014672	.0271718	.014019
IFRS	.0234102	.0417716	-.0183614	.
lagENDT	.3873388	.8538044	-.4664656	.0407915

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 185.23$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0000$$

(V_b-V_B is not positive definite)

Fonte: elaborado pela autora

Uma vez definido o modelo de dados em painel, procedeu-se à execução do painel para cada grupo de dados, excluindo-se a cada execução as variáveis não significativas para o modelo.

Conforme Hendry e Nielsen (2007) e Baltagi (2005), em um processo de escolha de variáveis e modelos, existem duas formas de abordagens: i) a que vai do específico para o geral e ii) a que vai do geral para o específico.

Na primeira abordagem tem-se um maior controle sobre o fenômeno, pois parte-se de uma única variável e em sucessivas execuções do painel adiciona-se outras variáveis, uma a uma, até que estas variáveis não acrescentem maior poder explicativo ao modelo.

Na segunda abordagem tem-se um maior controle sobre o modelo, pois parte-se de um universo de variáveis e em sucessivas execuções do painel, exclui-se, uma a uma, as variáveis que não acrescentam poder explicativo ao modelo.

Neste trabalho foi adotada a segunda abordagem, excluindo-se a cada execução do painel, para cada grupo de dados, as variáveis não significativas, restando tão somente aquelas que acrescentam maior poder explicativo ao modelo. No Apêndice A pode ser observado como foi realizado este processo e quais variáveis foram excluídas em cada execução para cada um dos grupos de empresas. O resultado resumido pode ser observado na tabela 05.

Tabela 05: Resultado das Regressões com Dados em Painel

Empresas Alisadoras e Não Alisadoras				Empresas Alisadoras				Empresas Não Alisadoras			
ENDT	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDT	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDT	Coefficiente	Estatística t	P-valor
RENT	-0.4194086	-7.88	0.000	TANG	0.3193002	2.46	0.014	RENT	-0.5063632	-8.33	0.000
ENDTt-1	0.1311368	6.58	0.000					ENDTt-1	0.1631822	7.23	0.000
ENDL	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDL	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDL	Coefficiente	Estatística t	P-valor
TANG	0.11902	3.13	0.002	TANG	0.2384485	1.69	0.099	RENT	-0.138034	-3.61	0.000
ENDLt-1	0.1483224	7.30	0.000					ENDTt-1	0.1936287	8.12	0.000
ENDTM	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDTM	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDTM	Coefficiente	Estatística t	P-valor
IFRS	0.9547754	3.05	0.002	RENT	-23.3101	-4.27	0.000	IFRS	0.7327847	2.09	0.037
ENDTMt-1	0.1404252	5.81	0.000	SMOQt-2	-0.1594622	-2.24	0.031	ENDTMt-1	0.1542276	5.46	0.000
				ENDTMt-1	0.5527868	3.58	0.001				
ENDLM	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDLM	Coefficiente	Estatística t	P-valor	ENDLM	Coefficiente	Estatística t	P-valor
ENDLMt-1	0.1040602	3.69	0.000	RENT	-6.781303	-2.07	0.046	RENT	2.414375	2.69	0.007
								IFRS	0.6049429	2.63	0.009
								ENDLMt-1	0.2358217	5.01	0.000

Fonte: elaborado pela autora

Conforme pode ser visto na tabela 05, com exceção do Grupo de Empresas Alisadoras – Endividamento Total e de Longo Prazo, em todos os demais grupos e para todos os tipos de endividamento, houve influência do endividamento passado sobre o endividamento atual,

Em relação ao grupo de Empresas Alisadoras e Não Alisadoras, observa-se que o Endividamento Total é afetado pela Rentabilidade e o Endividamento de Longo Prazo é afetado pela Tangibilidade.

Ainda para este primeiro grupo, notou-se que o Endividamento Total a Valor de Mercado foi afetado pela variável IFRS, ou seja, o fato das demonstrações serem elaboradas em conformidade com as normas internacionais afeta o endividamento. Importante lembrar que no processo de convergência das normas brasileiras às normas internacionais, alguns Pronunciamentos Técnicos do CPC ao serem correlacionados com as normas internacionais, passaram em determinados casos a permitir que uma empresa pudesse mensurar seus ativos pelo valor de custo ou pelo valor justo, como é o caso das Propriedades para Investimento, ensejando uma oportunidade para gerenciar resultados, dado a permissão normativa.

Quanto ao grupo que continha apenas Empresas Alisadoras, observa-se que tanto o Endividamento Total quanto o Endividamento de Longo Prazo foram afetados pela variável de Tangibilidade.

Neste mesmo grupo, a Rentabilidade influenciou o Endividamento Total e o Endividamento de Longo Prazo, ambas a Valor de Mercado. Destaca-se ainda que o Alisamento de Resultados representado pela variável SMOO impactou a variável Endividamento Total a Valor de Mercado, com até dois períodos de defasagem, ou seja, para o modelo proposto neste trabalho, os gestores estariam ajustando a estrutura de capital ao objetivo desejado.

Quanto ao grupo de Empresas Não Alisadoras, a variável de Rentabilidade influenciou o Endividamento Total e de Longo Prazo e o Endividamento de Longo Prazo a Valor de Mercado.

Neste grupo também foi evidenciado que tanto o Endividamento Total quanto o de Longo Prazo, ambos a Valor de Mercado, foram influenciados pela variável IFRS.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi analisar se os gestores praticam o alisamento de resultados, quando exercem o poder de julgar e escolher as práticas contábeis, objetivando um determinado endividamento. E especificamente os objetivos foram:

- Verificar se houve alisamento de resultados após a adoção das normas contábeis de contabilidade convergidas ao padrão internacional em empresas abertas brasileiras não financeiras.
- Verificar se os gestores alisam resultados com o objetivo de atingir um determinado endividamento.

A hipótese 1 praticamente não foi corroborada. Quanto a hipótese 2, embora o alisamento de resultados tenha influenciado pelo menos um tipo de Endividamento, considera-se que o resultado não foi suficiente para concluir que o alisamento de resultados afeta o endividamento, não confirmando as evidências de Castro e Martinez (2009).

Ainda sobre o alisamento de resultados observou-se que com a aplicação do modelo de Eckel (1981) e de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), o percentual de empresas consideradas alisadoras foi pequeno (19,41%) em relação ao total da amostra desta pesquisa, podendo ser uma explicação para a não influencia do alisamento sobre o endividamento.

Lemmon, Roberts e Zender (2008), afirmam que a estrutura de capital é formada por fatores consistentes e invariáveis ao longo do tempo e de difícil observação. Empresas muito ou pouco alavancadas financeiramente tendem a manter esta posição por mais de duas décadas. Desta forma, uma das limitações deste trabalho foi o período da amostra. Huang e Ritter (2009) sugerem o uso de variáveis longamente defasadas no tempo, evitando assim os possíveis vieses econométricos, quando se lida com os ajustes do endividamento para um alvo e neste caso específico quando se relaciona uma variável de alisamento de resultados.

Por fim, a terceira hipótese foi corroborada em todos os grupos, ou seja, as empresas ajustam seu endividamento atual em função do nível de endividamento passado.

Destacam-se ainda que as variáveis de Rentabilidade e Tangibilidade foram significativas em praticamente todos os modelos, confirmando que as mesmas podem ser consideradas determinantes da estrutura de capital.

O processo de convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais ainda é recente, constituindo-se em uma limitação à esta pesquisa, portanto, novos estudos devem ser realizados com uma amostra temporal maior.

Sugere-se a investigação da influência do alisamento de resultados entre empresas localizadas em países diferentes e também a proposição e exploração de novos modelos e/ou novas variáveis para mensurar o alisamento de resultados, em especial o estudo sobre a influência desta sobre a estrutura de capital das empresas.

REFERÊNCIAS

- AHMED, A. S.; ZHOU, J.; NAINAR, K. **Do analysts' forecasts fully reflect the information in accruals?** May 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269213>
- AKERS, M. D.; GIACOMINO, D. E.; BELLOVARY, J. L. Earning Management and its Implications. **The CPA Journal**, v. 77, n. 8, p. 64-68, August, 2007.
- ALTI, A. How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure? **The Journal of Finance**, v. LXI, n. 4, August, 2006.
- ALTMAN, E. I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 4, p. 1067-1089, Sept. 1984.
- ANTONIOU, A.; GUNEY Y.; PAUDAL, K. The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 1, p. 59-92, Mar./2008.
- ARDISON, K. M. M.; MARTINEZ, A. L.; GALDI, F. C. The effect of leverage on earnings management in Brazil. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 3, p. 305-324, 2012.
- ASHARI, N.; KOH, H. C.; TAN, S. L.; WONG, W. H. Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore, **Accounting and Business Research**, v. 24, n. 96, p. 291-301, 1994.
- ASHBAUGH, H.; PINCUS, M. Domestic Accounting Standards, International accounting standards and the predictability of earnings. **Journal of Accounting Research**, v. 39, n. 3, p. 417-434, 2001.
- AUBERT, F.; GRUDNITSKI, G. The Impact and Importance of Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in Europe. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 22, n. 1, p. 1-26, 2011.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. **Journal of Finance**, v. 57, n.1, p. 1-32, 2002.
- BALL, R.; ROBIN, A. WU, J. S. Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income. **Journal of Accounting and Economics**, n. 36, p. 235-270, 2003.

- BALL, R.; SHIVAKUMAR, L. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 2, may 2006.
- BALTAGI, B. H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3rd ed. England :John Wiley & Sons, 2005.
- BAPTISTA, E. M. B. **Análise do Perfil das Empresas Brasileiras Segundo o Nível de Gerenciamento de Resultados**, Tese (Doutorado em Administração), Programa de Pós-Graduação da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.
- BAPTISTA, E. M. B. Ganhos em Transparência versus Novos Instrumentos de Manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela Lei nº. 11.638. **RAE**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 234-239, abr./jun. 2009.
- BARBOSA NETO, J. E.; DIAS, W. O.; PINHEIRO, L. E. T. Impacto da convergência para as IFRS na análise financeira: um estudo em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 20, n. 4, p. 131-153, out./dez., 2009.
- BARNEA, A.; RONEN, J.; SADAN, S. Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. **The Accounting Review**, p. 110-122, January, 1976.
- BARROS, C. M. E. **Gerenciamento de Resultados Contábeis e Qualidade de Governança Corporativa: um estudo empírico em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M, H. **International Accounting Standards and Accounting Quality**. Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 1976. Setembro, 2007. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=688041>. Acessado em 10/11/13.
- BASTOS, D. D.; MARTELANC, R.; NAKAMURA, W. T. **Velocidade de Ajuste Parcial em Direção à Estrutura de Capital Alvo das Companhias Abertas na América Latina**. In: 12º. Encontro Brasileiro de Finanças da Sociedade Brasileira de Finanças, São Paulo, 19 a 21 de julho 2012.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas no Brasil, México e Chile no período de 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, maio/agosto 2009.
- BEIDLEMAN, C. R. Income Smoothing: The Role of Management. **The Accounting Review**, v. 48, n. 4, p. 653-667, October, 1973.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms (December 1, 2009). **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, 2009. U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109; Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014; ECGI - Finance Working Paper No. 206/2008. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1003059>>

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital Structures in Developing Countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, Feb. 2001.

BORGES, T. J. G.; SILVA, J. P.; NASCIMENTO, D. V. R.; GONÇALVES, R. S. **Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade como Possível Fator para Práticas de Gerenciamento de Resultados: uma análise das Empresas do Subsetor de Energia Elétrica da BM&FBovespa**. In: XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 21 a 23 de Julho, 2014.

BORSATO, J. M. L. S.; PIMENTA, D. P.; RIBEIRO, K. C. S. Um Estudo Comparativo do Desempenho Econômico-Financeiro em BR GAAP, US GAAP e IFRS na Gerda S/A. **Revista Economia e Gestão**, v. 19, n. 19, p. 85-101, jan./abr. 2009.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.; KIM, E. On the Existence of an Optimal Capital Structure: theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, July 1984.

BRASIL. Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, DF.

BRASIL. Lei nº. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, DF.

BRASIL. Lei nº. 11.941, de 27 de maio de 2009. Altera e revoga dispositivos da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**. Poder Executivo, Brasília, DF.

BRASIL. **Comunicado BACEN nº. 14.259**. Comunica procedimento para a convergência das normas de Contabilidade e Auditoria aplicáveis às instituições financeiras e às demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil com as normas

internacionais. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?method=detalharNormativo&N=106064950>. Acesso em 10 de dezembro de 2013.

BRASIL - CVM – **Comissão de Valores Mobiliários**. Instrução CVM nº. 485/10, de 01 de setembro de 2010, que altera a Instrução CVM nº. 457/07, referente à demonstrações financeiras consolidadas em IFRS. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado485.asp>

BRASIL - CVM – **Comissão de Valores Mobiliários**. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, de 14 de fevereiro de 2007. Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/OFICIO-CIRCULAR-CVM-SNC-SEP-01_2007.asp

BRITO, G.; CORRAR, J.; BATISTELLA, F. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRITO, R.; LIMA, M. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.

BROWEN, R.; DUCHARME, L.; SHORES, D. Stakeholders' Implicit Claims and Accounting Methods Choice. **Journal of Accounting and Economics**. Rochester, v. 20, n. 3, p. 255-295, December, 1995.

BUCKMASTER, D. Antecedents of Modern Earning Management Research: Income Smoothing in Literature, 1954-1965. **The Accounting Historians Journal**, v. 24, n. 1, June 1997.

BUCKMASTER, D. **Development of Income Smoothing Literature 1893-1998: a focus on the United States**. In: Studies in the Development of Accounting. WDC : Elsevier Science Ltd., 2001.

BURGSTAHLER, D. C.; HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**. v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.

BYOUN, S. How and when do firms adjust their capital structures toward targets. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 3069-96, Dec. 2008.

CAI, L.; RAHMAN, A.; COURTENAY, S. **The Effect of IFRS and its Enforcement on Earnings Management: An International Comparison**. Dezembro, 2008. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1473571>. Acessado em 10/11/13.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. **Folga Financeira de Longo Prazo: Proxy de Endividamento Relativo**. In: XIV SEMEAD – Seminários em Administração – FEA/USP. São Paulo, 2011.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics Using Stata**. Texas : Stata Press, 2009.

CARLIN, D. O.; VICTOR, F. G. **Fatores Motivadores e Limitadores do Alisamento de Resultados (*Income Smoothing*) pelas Empresas Listadas na Bovespa**. In: XXXIV Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 25 a 29 de setembro 2010.

CARLSON, S. J.; BATHALA, C. T. Ownership Differences and Firms' Income Smoothing Behavior. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 24, n. 2, p. 179-196, March, 1997.

CARVALHO, N. Entrevistador: Marcelo R. Poli. **Entrevista concedida à InfoMoney TV**. 24 de outubro de 2008. Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1413660&path=/investimentos/>>. Acesso em 10/03/14.

CASTRO, M. A. R. **Análise do Alisamento de Resultados Contábeis nas Empresas Abertas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2008.

CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. *Income Smoothing*, Custo de Capital de Terceiros e Estrutura de Capital no Brasil. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 25-46, Nov./Dez. 2009.

CFC – **Conselho Federal de Contabilidade**. Resolução CFC nº. 1.055/05, de 07 de Outubro de 2005. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), e dá outras providências. Disponível em www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1282.doc

CFC – **Conselho Federal de Contabilidade**. Resolução CFC nº. 1.282/10, de 28 de Maio de 2010. Atualiza e consolida dispositivos da Resolução CFC nº. 750/93, que dispõe sobre os Princípios Fundamentais de Contabilidade. Disponível em <www.cfc.org.br/sisweb/sre/docs/RES_1282.doc>

- COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da Prática de Gerenciamento de Resultados na Apuração de Lucro por Companhias Abertas Brasileiras conforme seu Grau de Alavancagem Financeira. **RAC**, 2ª. Edição Especial, p. 121-144, 2007.
- COSTA, T. A.; SILVA, A. H. C.; LAURENCEL, L. C. Escolha de Práticas Contábeis: um estudo sobre propriedades para investimento em empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. **Revista de Contabilidade e Organizações**, n. 18, p. 26-36, 2013.
- COVA, C. J. G. A adoção das IFRS no Brasil e o fortalecimento das boas práticas de Governança Corporativa. **Revista Pensar Contábil**, v. 10, n. 42, p. 22-30, out./dez. 2008.
- CPC. **Comitê de Pronunciamentos Contábeis** - Pronunciamento Conceitual Básico CPC 00 (R1) Estrutura Conceitual Para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, de 02 de dezembro de 2011. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf.
- CUPERTINO, C. M. **Anomalia dos Accruals no Mercado Brasileiro de Capitais**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção), Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Florianópolis, 2010.
- DAL VESCO, D. G.; ALMEIDA, L. B.; CROZATTI, J. **Análise das Divergências nas Demonstrações Contábeis pelas Normas Brasileiras vs Internacionais em uma Empresa Brasileira de Concessão de Serviço Público de Rodovias**. In: IX Congresso Internacional de Custos, 2005. Disponível em <http://www.intercostos.org/documentos/Dal%20Vesco.pdf>
- DALLABONA, L. F.; BARP, A. D.; KLANN, R. C. **Influence of Debt, Capital Structure, Size and Growth Management Level Results of Companies Listed on BM&FBovespa**. In: 10th International Conference on Information Systems and Technology Management – CONTECSI. São Paulo, June, 12 to 14, 2013.
- DHALIWAL, D. S. The Effects of the Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods for Long-Term Construction Contracts. **Australian Journal of Management**, v. 5, n. 1-2, p. 141-144, April-October, 1980.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas. Teoria e Prática**. 2 ed. Porto Alegre : Bookman, 2004.
- DASCHER, P. MALCOLM, R. A Note On Income Smoothing in the Chemical Industry. **Journal of Accounting Research**, Autumn, p. 253-259, 1970.
- DeANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, Rochester, NY, v.8, n.1, p.3-29, Mar.1980.

- DeANGELO, L. E. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: a study of Management buyouts of public stockholders. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 61, n. 3, p. 400-420, jul. 1986.
- DECHOW, P. M. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics**. New York, v, 18, n.1-2, p. 3-42, jan. 1994.
- DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, p. 355-384, 2003.
- DECHOW, P. M.; SKINNER, D. J. Earnings Management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**. v. 14, n. 2, p. 235-250, jun. 2000.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings Management to Exceed Thresholds. **The Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1-33, 1999.
- DIMITROPOULOS, P. E.; ASTERIOU, D.; KOUSENIDIS, D.; LEVENTIS, S. The impact of IFRS on accounting quality: evidence from Greece. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, n. 29, p. 108-123, 2013.
- DOMINGOS, S. R. M.; LIMA, S. M. **Income Smoothing: um estudo após a adoção do IFRS no Brasil**. In: XXXVII Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 7 a 11 de setembro 2013.
- DROBETZ, W. ; FIX, R. What are the determinants of the capital structure? Some evidence from Switzerland. **Swiss Journal of Economics and Statistics**, n. 141, v. 1, p. 71-113, 2005.
- DURAND, D. **Cost of Debt and a Equity Funds For Business: Trends And Problems of Measurement** In: Conference on Research on Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research, 1952.

- ECKEL, N. The Income Smoothing Hypothesis Revisited. **Abacus**, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.
- ERFURTH, A. E.; BEZERRA, F. A. Gerenciamento de Resultados nos Diferentes Níveis de Governança Corporativa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n.1, p. 32-42, janeiro/março 2013.
- FAMA, E. F. Agency Problems and the Theory of the Firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, May, 1970.
- FAMA, E.; FRENCH, J. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, 15, 1, p. 1-33, 2002.
- FAMA, E.; MACBETH, J. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. **The Journal of Political Economy**, v. 81, n. 3, p. 607-636, May-Jun., 1973.
- FÁVERO, L. P. (org); BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro : Elsevier, 2014.
- FIELDS, T.; LYS, T.; VINCENT, L. Empirical Research on Accounting Choice. **Journal of Accounting and Economics**, n. 31, p. 255-307, 2001.
- FIPECAFI. **Manual de Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as Normas Internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2010.
- FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E. Diferença entre o Lucro Contábil e o Lucro Tributável: Uma Análise sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis e Gerenciamento Tributário nas Companhias Abertas Brasileiras. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 44-61, 2009.
- FORMIGONI, H.; ANTUNES, M. T. P.; PAULO, E.; PEREIRA, C. A. Estudo sobre os Incentivos Tributários para o Gerenciamento de Resultados Contábeis nas Companhias Abertas Brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 9, n.1, p. 41-52, janeiro/março 2012.
- FORTE, D. **Estrutura de Capital: Uma Revisão de Trabalhos Empíricos e de Seus Resultados**. In: XXIV Encontro da ANPAD (EnANPAD), 2010. Rio de Janeiro. Anais do XXIV EnANPAD, 2010.

- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, Feb. 2003.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? **Financial Management**, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.
- GIBSON, D. W.; PRELL, M. A. Do Managers Smooth Earnings Paths? **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v.1, n. 2, July 1997.
- GOMES, G.; LEAL, R. **Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com ações negociadas em Bolsas de Valores**. In: R. Leal, N. da Costa Júnior e E. F. Lemgruber (Eds.). *Finanças Corporativas*, São Paulo : Atlas, 2000.
- GONCHAROV, I.; ZIMMERMANN, J. **Do accounting standards influence the level of earnings management? Evidence from Germany**. Working Paper, 2006. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386521>.
- GRAVATÁ, R. S. **Influência do Gerenciamento de Resultados no Custo da Dívida de Empresas Abertas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2013.
- GRECCO, M. C. P. **O Efeito da Convergência Brasileira às IFRS no Gerenciamento de Resultados das Empresas Abertas Brasileiras Não Financeiras**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas). Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.
- GUEVARA, I. R.; COSENZA, J. P. Los Auditores Independientes y La Contabilidad Creativa: estudio empírico comparativo. **Compendium, Universidad Centroccidental Lisandro Alvarado**, Venezuela, v. 6, n. 12, p. 5-24, Julio, 2004.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. Porto Alegre : AMGH – McGrawHill, 2011.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.
- HEALY, P. M. The effect of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 7, p. 85-107, 1985.
- 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.

- HENDRIKSEN, E. S. ; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. 5 ed. São Paulo : Atlas, 1999
- HENDRY, D. F. ; NIELSEN, B. **Econometric Modeling: A Likelihood Approach**. New Jersey : Princeton University Press, 2007.
- HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T.; TITMAN, S. The Debt-Equity Choice. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 36, n. 1, p. 1-24, Mar. 2001.
- HRIBAR, P.; COLLINS, D. W. Errors in estimating accruals: implications for empirical research. **Journal of Accounting Research**. Oxford : v. 40, n. 1, p. 105-134, mar. 2002.
- HUANG, R.; RITTER, J. R. Testing Theories of Capital Structure and Estimating the Speed of Adjustment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 44, n. 2, p. 237-271, April, 2009.
- IATRIDIS, G. Voluntary IFRS disclosures: evidence from the transition from UK GAAP to IFRSs. **Managerial Auditing Journal**, v. 27, n. 6, p. 573-597, 2012.
- IMHOFF, E. Income Smoothing: An Analysis of Critical Issues. **Quarterly Review of Economics and Business**, v. 21, n. 3, Autumn, p. 23-42, 1981.
- IÑIGUEZ, R.; POVEDA, F. Long-run Abnormal Returns and Income Smoothing in the Spanish Stock Market. **European Accounting Review**, v 13, n. 1, p. 105-130, 2004.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- JEANJEAN, T.; STOLOWY, H. Do accounting matters? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 27, p. 480-494, 2008.
- JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JOIA, R. M. **Adoção de IFRS e Gerenciamento de Resultado nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Ciências). Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2012.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**. Chicago, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

JOOSTEN, C. **Real Earnings Management and Accrual-based Earnings Management as Substitutes**. Thesis (Master thesis in Accountancy) – Department Accountancy, Tilburg University, Tilburg, 2012.

KAHLE, K.; SHASTRI, K. Firm Performance, Capital Structure and The Tax Benefits of Employee Stock Options. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 40, n. 1, p. 135-160, 2005.

KAM, V. **Accounting Theory**. 2th. New York : John Wiley & Sons, 1990.

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

KASANEN, E.; KINNUNEN, J.; NISKANEN, J. Dividend Based Earnings Management: Empirical Evidence from Finland. **Journal of Accounting & Economics**, v. 22, n. 1-3, p. 283-312, August, 1996.

KAYO, E. K. ; FAMÁ, R. Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, 1997.

KIM, Y.; LI, H.; LI, S. Does Eliminating the Form 20-F reconciliation from IFRS to U.S.GAAP have capital market consequences? **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, p. 249-270, 2012.

KLANN, R. C. **Gerenciamento de Resultados: Análise Comparativa de Empresas Brasileiras e Inglesas antes e após a adoção das IFRS**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração). Universidade Regional de Blumenau (FURB), Blumenau, 2011.

LELAND, H. E; PYLE, D. H. Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-387, May, 1977.

LEMES, S.; CARVALHO, L. N. **Contabilidade Internacional**. São Paulo : Atlas, 2010.

LEMMON, M. L.; ROBERTS, M. R.; ZENDER, J. F. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575-1608, Aug. 2008.

- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, p. 505–527, 2003.
- LIBERTY, S. E.; ZIMMERMAN, J. L. Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 61, n. 4, p. 692-712, October, 1986.
- LIMA, G. A. S. F. Nível de Evidenciação × Custo da Dívida das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95- 108, janeiro/abril 2009.
- LIU, C.; YAO, L. J.; HU, N.; LIU, L. The Impact of IFRS on Accounting Quality in a Regulated Market: An Empirical Study of China. **JOURNAL OF ACCOUNTING, AUDITING & FINANCE**, v. 26, n. 4, p. 659-676, 2011.
- LOPES, A. B.; TUKAMOTO, Y. S. Contribuição ao Estudo do “Gerenciamento” de Resultados: uma comparação entre as Companhias Abertas Brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 86-96, jan./fev./mar. 2007.
- LOPES, L. M. S. **Juros Sobre Capital Próprio e Gerenciamento de Resultados: Um Estudo Realizado nas Empresas Listadas na BM&FBovespa**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade), Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2013.
- MACHADO, D. G. **Influência da Política de Remuneração dos Executivos no Nível de Gerenciamento de Resultados em Empresas Industriais Brasileiras Estadunidenses e Inglesas**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis e Administração), Universidade Regional de Blumenau (FURB), Blumenau, 2012.
- MACHADO, D.; BENETTI, J.; BEZERRA, F. Análise da Produção Científica Sobre *Earnings Management* em Periódicos Brasileiros e Internacionais de Contabilidade. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, Lisboa, v. 10, n. 4, p. 50-66, out. 2011 .
- MAIA, S. C.; BRESSAN, V. G. F.; LAMOUNIER, W. M.; BRAGA, M. J. Gerenciamento de Resultados em Cooperativas de Crédito no Brasil. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 10, n.4, p. 96-116, Out.-Dez. 2013
- MARQUES, L. D. **Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão da literatura**. Série *Working Papers* do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, nº. 100, 2000.

MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, 1982.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade, Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, A. L. Minimizando a Variabilidade dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico do *Income Smoothing* no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 2, n. 2, p. 9-25, jan./abr. 2006.

MARTINEZ, A. L. Detectando *Earnings Management* no Brasil: Estimando os *Accruals* Discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, janeiro/abril 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 Contabilidade e Controladoria, 9., 2009, São Paulo. Anais do Congresso USP 2009, 2009. 1 CD-ROM.

MARTINEZ, A. L. Quando o Conselho de Administração e a Auditoria Evitam o Gerenciamento de Resultados? Evidências Empíricas para Empresas Brasileiras. **RIC – Revista de Informação Contábil**, v. 4, n. 1, p. 76-93, jan-mar/2010.

MARTINEZ, A. L. Gerenciamento de Resultados no Brasil: um *survey* da literatura. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, out.-dez. 2013.

MARTINS, E.; LOPES, A. B.; OLIVEIRA, A. T.; SANTOS, A.; SOUTES, D. O.; GABRIEL, F.; RECH, I. J.; FARIAS, M. R. S.; CUNHA, M. F.; SANTOS, N. A.; COSTA, P. S.; ARAGAO, P. C.; IUDICIBUS, S.; LIMA, S. C. A. **Contabilidade Brasileira de Ontem e de Hoje; e a de Depois?**. In: Alexsandro Broedel. (Org.). Contabilidade e finanças no Brasil - estudos em homenagem ao prof. Eliseu Martins, v. 1, p. 3-22, São Paulo: Atlas, 2012.

MCENROE, J. E.; SULLIVAN, M. An Analysis of the Content of Form 20-F U.S.GAAP reconciliation by foreign entities employing IFRS: is the SEC IFRS. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 15, n. 1, 2011.

McKEE, T. **Earnings Management: An Executive Perspective**. USA ; Thomson, 2005.

- MEHRAN, H. Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 4, p. 539-560, Dec. 1992.
- MENDES, C. A.; RODRIGUES, L. L. Estudo das Práticas de Earnings Management nas empresas portuguesas cotadas em bolsa: identificação do alisamento de resultados e seus fatores explicativos. **Revista de Estudos Politécnicos**, v. 4, n. 10, p. 149-171, 2006.
- MILLER, M. Debt And Taxes. **Journal of Finance**, May 1977.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and Cost of Capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, June, 1963.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, June 1958.
- MOSES, D. Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. **The Accounting Review**, v. 62, n. 2, p. 358-377, April, 1987.
- MOURA, G. D.; HALL, R. J.; TOLEDO FILHO, J. R. **Análise da Relação entre Gerenciamento de Resultados e Concentração de Capital em Empresas Brasileiras**. In: XV Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais (SIMPOI), Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2012.
- MOURA, G. D.; MACÊDO, F. F. R. R.; SALLA, N. M. C. G.; CUNHA, P. R. **Participação Acionária de Investidores Institucionais e o Gerenciamento de Resultados: Um Estudo em Companhias Abertas Listadas na BM&FBovespa**. In: XVI SemeAd – Seminários em Administração, FEA/USP, São Paulo, outubro 2013.
- MULFORD, C. W.; COMISKEY, E. E. **The Financial Numbers Games: Detecting Creative Accounting Practices**. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- MURCIA, F. D. R. ; CARVALHO, L. N. Conjecturas Acerca do Gerenciamento de Lucros, Republicação das Demonstrações Contábeis e Fraude Contábil. **Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, v. 18, n. 4, pp. 61-82, out-dez, 2007.
- MYERS, S. ; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 12, n. 2, p. 187-222, June 1984.

MYERS, S. C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, p. 575-592, July 1984.

NAKAMURA, W. T. **Estrutura de Capital das Empresas no Brasil: Evidências Empíricas**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KIMURA, H. **Novas Evidências sobre Estrutura de Capital no Brasil**. In: CLADEA, Puerto Plata, República Dominicana, 2004.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de Estrutura de Capital no Mercado Brasileiro – Análise de Regressão com Painel de Dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, n. 44, p. 72-85, maio/agosto 2007.

NARDI, P. C. C. ; NAKAO, S. H. Gerenciamento de Resultados e a Relação com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras Abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 77-100, setembro/dezembro 2009.

OZKAN, A. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. **Journal of Business Finance & Accounting**, 28, 1-2: 175-198, 2001

PAE, J. Expected Accrual Models: The Impact of Operating Cash Flows and Reversal of Accruals. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, p. 5-22, 2005.

PAULO, E. **Manipulação das Informações Contábeis: Uma Análise Teórica e Empírica Sobre os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEROBELLI, F. F. C.; SILVEIRA, A. D. S.; BARROS, L. A. B. C.; ROCHA, F. R. **Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade**. In: XXIX EnANPAD – Encontro da ANPAD, Brasília-DF, 17 a 21 setembro, 2005.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What Do We Know About Capital? Some Evidence From International Data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dec. 1995.

REZENDE, G. P.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de Resultados e a Relação com o Lucro Tributável das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 1, p. 06-21, jan./mar., 2012.

REZENDE, I. C. C. **Análise Comparativa das Normas Contábeis Brasileiras Norte-Americanas e Internacionais aplicáveis ao setor de Construção Civil – um estudo de caso numa empresa do Estado da Paraíba.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. João Pessoa, 2009.

RIBEIRO, F. **Board Interlocking e Suavização de Resultados: Estudo em Companhias Brasileiras de Capital Aberto sob a ótica de Redes Sociais.** Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2013.

RODRIGUES, L. F. **Evidência de Gerenciamento de Resultados em Oferta Pública de Aquisição de Ações de Companhias Abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Brasília, 2013.

RONEN, J.; SADAN, S. **Smoothing Income Numbers, Objectives, Means, and Implications.** Reading, MA, Addison Wesley, 1981.

ROSS, S. The Determination of Financial Structure. The Incentive Signalling Approach. **Bell Journal of Economics**, p.23-40, Spring 1977.

ROSSI, J. L. ; MAROTTA, M. **Equity Market Timing: Testando através de IPO no Mercado Brasileiro.** **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, p. 85-101, 2010.

SANTANA, A. F. B. **Gerenciamento de Resultados e Remuneração dos Executivos nas Companhias Latino-americanas.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, 2008.

SANTOS, A.; MARTINS, E. **A nova Lei das S/A e a Internacionalização da Contabilidade.** 2008. Disponível em: < <http://www.cfc.fipecafi.org>.> Acesso em 17/06/14.

SANTOS, E. S. **Análise dos Impactos dos CPCs da Primeira Fase de Transição para o IFRS nas Empresas Abertas: um Exame Censitário dos Ajustes ao Resultado nas DFPs de 2008.** In: XXIV Encontro da ANPAD (EnANPAD), 2010. Rio de Janeiro. Anais do XXIV EnANPAD, 2010.

SANTOS, I. T.; CARVALHO, A. G. **Gerenciamento de Resultados em Fechamento de Capital.** In: X Encontro Brasileiro de Finanças. Sociedade Brasileira de Finanças. 2010. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/10EBF/paper/view/2047/1041>>

SCHIPPER, K. Commentary On Earnings Management. **Accounting Horizons.** Sarasota, v. 3, p. 91-102, December 1989.

SHAH, A. K. Exploring the Influences and Constraints on Creative Accounting in the United Kingdom. **The European Accounting Review**, v. 7, n. 1, p. 83-104, 1998.

SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v 51, n. 2, p. 219-244, 1999.

SILVA, A. H. C. **Escolha de Práticas Contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da Hipótese dos Covenants Contratuais.** Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SILVA, A. H. C.; LOPES, A. B. **Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais.** In: INTERNATIONAL ACCOUNTING CONGRESS, 3., 2009, São Paulo. IAAER (International Association for Accounting Education and Research) – ANPCONT (Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis). **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2009.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** São Paulo : Saint Paul Editora, 2006.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, Jul/Set. 2008.

SLOAN, R. G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? **The Accounting Review**, v. 71, n 3, p. 289-315, Jul. 1996.

STOLOWY, H.; BRETON, G. Accounts Manipulation: a framework for the classification of accounts manipulations. **HEC Accounting & Management Control**, Working Paper, n. 708, June, 2000.

STOLOWY, H.; BRETON, G. Accounts Manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. **Review of Accounting and Finance**, v. 3, n. 1, p. 5-92, 2004.

STULZ, R. M. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 3-27, 1990.

SUN, L.; RAHT, S. Fundamental Determinants, Opportunistic Behavior and Signaling Mechanism: an integration of earnings management perspectives. **International Review of Business Research Papers**, v. 4, n. 4, p. 406-420, aug-set. 2008.

TEOH, S. H.; WELCH, I.; WONG, T. J. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. **Journal of Financial Economics**, v. 50, n. 6, p. 1935-1974, December, 1998.

TITMAN, S.; The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. **The Journal of Finance Economics**, n. 13, p. 1371-1375, 1984.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, Mar. 1988.

TONIN, J. M. F. **Relação Entre *Income Smoothing* e Ratings em Companhias Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em Contabilidade). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2012.

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Ownership and Control Structures, Corporate Governance and Income Smoothing in Brazil. **Revista Contemporânea em Contabilidade**, v. 7, n. 13, p. 11-33, enero-junio, 2010.

VALOR ECONÔMICO. **IFRS é exigido em 101 países, revela estudo inédito**. Dezembro 2013. Disponível em <http://www.valor.com.br/empresas/3367178/ifrs-e-exigido-em-101-paises-revela-estudo-inedito>

VAN TENDELOO, B.; VANSTRAELEN, A. Earnings Management under German GAAP versus IFRS. **European Accounting Review**. London, v. 14, n. 1, p. 155, 2005.

VASSOLER, A. P. R. **Relação entre a Remuneração de Executivos e Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. Dissertação (Mestrado em

Ciências Contábeis), Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2010.

WALKER, M. How far can we trust Earnings Numbers? What research tell us about Earnings Management. **Accounting and Business Research**, v. 43, n. 4, p. 445-481, 2013.

WATANABE, L. **A Primeira Adoção das Normas Internacionais de Contabilidade: ensaio das Demonstrações Financeiras das empresas brasileiras do setor de Construção Civil e Incorporação Imobiliária**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive Accounting Theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, Jan. 1990.

WEFFORT, E. F. J. **O Brasil e a Harmonização Contábil Internacional: influências dos sistemas jurídico e educacional, da cultura e do mercado**. São Paulo : Atlas, 2005.

XIONG, Y. Earnings Management and its Measurement: a theoretical perspective. **Journal of American Academy of Business**, Cambridge, Mar 2006.

APÊNDICE A – Roteiro detalhado dos resultados da análise de dados em painel

GRUPO DE EMPRESAS ALISADORAS E NÃO ALISADORAS

1ª. RODADA ENDT (ENDIVIDAMENTO TOTAL)

xtreg ENDT TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDT, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    551
Group variable: ID                    Number of groups =    153

R-sq:  within = 0.7002                Obs per group:  min =     1
      between = 0.9286                  avg   =     3.6
      overall  = 0.8670                  max   =     5

                                         F(9,389)       =   100.95
corr(u_i, Xb) = 0.6324                 Prob > F       =    0.0000
```

ENDT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	.01591	.0135706	1.17	0.242	-.0107709	.042591
TANG	.1509681	.0432969	3.49	0.001	.0658428	.2360933
CRESC	-.0090948	.0056552	-1.61	0.109	-.0202134	.0020238
RENT	-.3240884	.0536657	-6.04	0.000	-.4295995	-.2185774
RISCO	-.0086983	.0187492	-0.46	0.643	-.0455609	.0281642
IFRS	.0385984	.0124911	3.09	0.002	.0140399	.0631569
lagSMOO	-.0039678	.0024613	-1.61	0.108	-.0088068	.0008713
lagSMOO2	-.0032256	.0024165	-1.33	0.183	-.0079765	.0015254
lagENDT	.630834	.0223907	28.17	0.000	.5868121	.6748559
_cons	-.0468588	.2019145	-0.23	0.817	-.443839	.3501214
sigma_u	.16953583					
sigma_e	.07760074					
rho	.82677979	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(152, 389) = 3.73 Prob > F = 0.0000

2ª. RODADA ENDT (ENDIVIDAMENTO TOTAL)

xtreg ENDT TANG RENT IFRS lagENDT, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   1634
Group variable: ID                    Number of groups =    273

R-sq:  within = 0.0723                Obs per group:  min =     3
      between = 0.5511                  avg   =     6.0
      overall  = 0.3254                  max   =     6

                                         F(4,1357)     =    26.44
corr(u_i, Xb) = 0.4833                 Prob > F      =    0.0000
```

ENDT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TANG	.0960028	.0545928	1.76	0.079	-.0110927	.2030983
RENT	-.4194086	.0532386	-7.88	0.000	-.5238474	-.3149697
IFRS	-.0283342	.0154719	-1.83	0.067	-.0586857	.0020173
lagENDT	.1311368	.0199192	6.58	0.000	.0920611	.1702125
_cons	.5931305	.0301175	19.69	0.000	.5340487	.6522124
sigma_u	.3914771					
sigma_e	.27406971					
rho	.67108338	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(272, 1357) = 6.04 Prob > F = 0.0000

1^a. RODADA ENDL (ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO)

. xtreg ENDL TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDL, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    551
Group variable: ID                    Number of groups =    153

R-sq:  within = 0.7075                Obs per group:  min =     1
      between = 0.9277                  avg   =    3.6
      overall = 0.8660                  max   =     5

corr(u_i, Xb) = 0.5948                F(9,389)       =   104.55
                                          Prob > F       =    0.0000

```

```

-----+-----
      ENDL |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   .0076522   .0118813     0.64   0.520   - .0157074   .0310117
      TANG |   .1105341   .0382288     2.89   0.004   .0353732   .185695
      CRESC |   .0036773   .0049726     0.74   0.460   -.0060994   .0134539
      RENT |  -.0532976   .0472724    -1.13   0.260   -.146239   .0396438
      RISCO |   .0044925   .0165061     0.27   0.786   -.0279597   .0369448
      IFRS |   .0338697   .0110227     3.07   0.002   .0121982   .0555412
lagSMOO |   .002933    .0021685     1.35   0.177   -.0013304   .0071964
lagSMOO2 | -.0016749   .0021268    -0.79   0.431   -.0058563   .0025065
lagENDL |   .6239655   .0217355    28.71   0.000   .5812317   .6666993
   _cons | -.0562129   .175413     -0.32   0.749   -.401089   .2886633
-----+-----
sigma_u |   .11325085
sigma_e |   .06830827
   rho |   .73324492   (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(152, 389) =    2.21          Prob > F = 0.0000

```

2^a. RODADA ENDL (ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO)

. xtreg ENDL TANG IFRS lagENDL, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   1634
Group variable: ID                    Number of groups =    273

R-sq:  within = 0.0450                Obs per group:  min =     3
      between = 0.7002                  avg   =    6.0
      overall = 0.4052                  max   =     6

corr(u_i, Xb) = 0.6146                F(3,1358)     =    21.33
                                          Prob > F     =    0.0000

```

```

-----+-----
      ENDL |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TANG |   .11902     .0379651     3.13   0.002   .0445435   .1934965
      IFRS |   .0062528   .01076       0.58   0.561   -.0148552   .0273609
lagENDL |   .1483224   .0203286     7.30   0.000   .1084435   .1882013
   _cons |   .2607903   .0201462    12.94   0.000   .2212692   .3003114
-----+-----
sigma_u |   .2652285
sigma_e |   .19101672
   rho |   .65846506   (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(272, 1358) =    5.48          Prob > F = 0.0000

```

1ª. RODADA ENDTM (ENDIVIDAMENTO TOTAL VALOR DE MERCADO)

. xtreg ENDTM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDTM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      535
Group variable: ID                    Number of groups =      150

R-sq:  within = 0.4236                Obs per group:  min =      1
      between = 0.6981                  avg   =      3.6
      overall = 0.7269                  max   =      5

                                          F(9,376)        =      30.71
corr(u_i, Xb) = 0.4220                 Prob > F         =      0.0000

```

ENDTM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.5292823	.3643228	-1.45	0.147	-1.245648	.187083
TANG	-3.441995	1.23892	-2.78	0.006	-5.878076	-1.005914
CRESC	.1330955	.1555603	0.86	0.393	-.1727816	.4389726
RENT	2.724037	1.486216	1.83	0.068	-.1982989	5.646374
RISCO	.2954943	.5206182	0.57	0.571	-.7281937	1.319182
IFRS	1.046257	.3506209	2.98	0.003	.3568337	1.735681
lagSMOO	.0662122	.0677519	0.98	0.329	-.0670079	.1994322
lagSMOO2	-.0565523	.0665029	-0.85	0.396	-.1873165	.0742119
lagENDTM	.8991698	.0567546	15.84	0.000	.7875735	1.010766
_cons	8.101353	5.337952	1.52	0.130	-2.394626	18.59733
sigma_u	3.431836					
sigma_e	2.1349417					
rho	.72097681	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(149, 376) =      1.80      Prob > F = 0.0000

```

2ª. RODADA ENDTM (ENDIVIDAMENTO TOTAL VALOR DE MERCADO)

treg ENDTM TANG IFRS lagENDTM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =     1257
Group variable: ID                    Number of groups =     230

R-sq:  within = 0.0369                Obs per group:  min =      1
      between = 0.6460                  avg   =      5.5
      overall = 0.2932                  max   =      6

                                          F(3,1024)       =     13.07
corr(u_i, Xb) = 0.5271                 Prob > F         =     0.0000

```

ENDTM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TANG	1.07754	1.215327	0.89	0.375	-1.307276	3.462356
IFRS	.9547754	.3135172	3.05	0.002	.3395658	1.569985
lagENDTM	.1404252	.0241597	5.81	0.000	.0930171	.1878334
_cons	1.445322	.5872205	2.46	0.014	.2930295	2.597615
sigma_u	6.1126026					
sigma_e	4.6909508					
rho	.62935125	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(229, 1024) =      5.47      Prob > F = 0.0000

```

1^a. RODADA ENDLM (ENDIVIDAMENTO LONGO PRAZO VALOR DE MERCADO)

xtreg ENDLM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDLM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      535
Group variable: ID                    Number of groups =      150

R-sq:  within = 0.1018                Obs per group:  min =      1
        between = 0.4766                avg =           3.6
        overall = 0.3835                max =           5

corr(u_i, Xb) = 0.4185                F(9,376)        =      4.74
                                        Prob > F         =      0.0000
    
```

ENDLM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.0368527	.1782714	-0.21	0.836	-.3873864	.3136811
TANG	-1.951064	.6035889	-3.23	0.001	-3.137897	-.7642316
CRESC	.0326201	.0759867	0.43	0.668	-.1167921	.1820322
RENT	.6797503	.7278086	0.93	0.351	-.7513348	2.110835
RISCO	.2685611	.2531512	1.06	0.289	-.2292083	.7663305
IFRS	.3237034	.1725643	1.88	0.061	-.0156086	.6630154
lagSMOO	.0531232	.0330995	1.60	0.109	-.0119601	.1182066
lagSMOO2	-.0141364	.0325031	-0.43	0.664	-.0780471	.0497743
lagENDLM	.2886602	.0592754	4.87	0.000	.1721075	.405213
_cons	1.465235	2.601079	0.56	0.574	-3.649249	6.579718
sigma_u	1.8528912					
sigma_e	1.0420414					
rho	.75971747	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(149, 376) = 2.57 Prob > F = 0.0000

2^a. RODADA ENDLM (ENDIVIDAMENTO LONGO PRAZO VALOR DE MERCADO)

. xtreg ENDLM TANG lagENDLM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =     1257
Group variable: ID                    Number of groups =     230

R-sq:  within = 0.0131                Obs per group:  min =      1
        between = 0.7157                avg =           5.5
        overall = 0.3337                max =           6

corr(u_i, Xb) = 0.6258                F(2,1025)       =      6.79
                                        Prob > F         =      0.0012
    
```

ENDLM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TANG	-.0155444	.5805149	-0.03	0.979	-1.154678	1.123589
lagENDLM	.1040602	.0282358	3.69	0.000	.0486537	.1594668
_cons	1.361482	.2290699	5.94	0.000	.9119824	1.810982
sigma_u	3.5026736					
sigma_e	2.3744483					
rho	.685146	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(229, 1025) = 5.42 Prob > F = 0.0000

GRUPO DE EMPRESAS ALISADORAS

1A RODADA ENDT SOMENTE ALISADORAS

. xtreg ENDT TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDT, fe

note: IFRS omitted because of collinearity

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       73
Group variable: ID                    Number of groups =       29

R-sq:  within = 0.3916                Obs per group:  min =       1
        between = 0.8560                avg =           2.5
        overall = 0.7187                max =           3

                                         F(8,36)        =       2.90
corr(u_i, Xb) = 0.7079                 Prob > F        =       0.0134

```

```

-----+-----
      ENDT |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   -.0048083   .0218284    -0.22   0.827    - .0490784   .0394618
      TANG |   -.2329188   .0971377    -2.40   0.022    - .4299232  -.0359144
      CRESC |  -.0002996   .0047077    -0.06   0.950    - .0098473   .009248
      RENT |  -.3229705   .1349198    -2.39   0.022    - .5966006  -.0493404
      RISCO |  -.0155534   .0334783    -0.46   0.645    - .0834506   .0523439
      IFRS |           0   (omitted)
lagSMOO |  -.0035355   .0182353    -0.19   0.847    - .0405183   .0334473
lagSMOO2 | -.0020871   .0017574    -1.19   0.243    - .0056513   .0014772
lagENDT |   .2664341   .1363723     1.95   0.059    - .0101418   .5430099
      _cons |   .6878548   .3320706     2.07   0.046     .0143844   1.361325
-----+-----

sigma_u |   .3645405
sigma_e |   .04785242
rho     |   .98306066   (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(28, 36) =      3.12          Prob > F = 0.0008

```

2A RODADA ENDT SOMENTE ALISADORAS

. xtreg ENDT TANG RENT lagENDT, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      316
Group variable: ID                    Number of groups =       53

R-sq:  within = 0.0428                Obs per group:  min =       5
        between = 0.4355                avg =           6.0
        overall = 0.2699                max =           6

                                         F(3,260)       =       3.88
corr(u_i, Xb) = 0.4539                 Prob > F        =       0.0097

```

```

-----+-----
      ENDT |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TANG |   .3193002   .1296247     2.46   0.014     .0640523   .5745481
      RENT |   .1279966   .142259     0.90   0.369    - .1521298   .408123
lagENDT |   .0769532   .0490727     1.57   0.118    - .0196773   .1735836
      _cons |   .5324202   .0614295     8.67   0.000     .4114576   .6533828
-----+-----

sigma_u |   .58065171
sigma_e |   .31622804
rho     |   .77124862   (fraction of variance due to u_i)

```

```

F test that all u_i=0:      F(52, 260) =      6.28          Prob > F = 0.0000

```

1A RODADA ENDL SOMENTE ALISADORAS

. xtreg ENDL TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDL, fe

note: IFRS omitted because of collinearity

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       73
Group variable: ID                         Number of groups =       29

R-sq:  within = 0.2042                     Obs per group:  min =       1
        between = 0.6093                    avg =           2.5
        overall = 0.4050                    max =           3

                                         F(8,36)         =       1.15
corr(u_i, Xb) = -0.7853                    Prob > F        =       0.3526

```

```

-----+-----
      ENDL |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   -.0067789   .0326901    -0.21  0.837    - .0730774   .0595196
      TANG |   .2384485   .1408105     1.69  0.099    - .0471285   .5240255
      CRESC |   .0036513   .0070868     0.52  0.610    - .0107213   .0180239
      RENT |   .2719869   .204007     1.33  0.191    - .1417585   .6857324
      RISCO |   .0424233   .0500901     0.85  0.403    - .0591641   .1440107
      IFRS |           0   (omitted)
lagSMOO |   .024598    .027651     0.89  0.380    - .0314809   .0806769
lagSMOO2 |   .0001134   .002689     0.04  0.967    - .0053402   .0055669
lagENDL |  -.2016653   .1772441    -1.14  0.263    - .5611329   .1578023
   _cons |   .3781553   .4617454     0.82  0.418    - .5583078   1.314618
-----+-----
sigma_u |   .54761149
sigma_e |   .07253289
rho     |   .98275863   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

```

F test that all u_i=0:      F(28, 36) =      2.48      Prob > F = 0.0054

```

1A RODADA ENDTM SOMENTE ALISADORAS

. xtreg ENDTM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDTM, fe

note: IFRS omitted because of collinearity

```

Fixed-effects (within) regression           Number of obs   =       73
Group variable: ID                         Number of groups =       29

R-sq:  within = 0.5187                     Obs per group:  min =       1
        between = 0.3035                    avg =           2.5
        overall = 0.4129                    max =           3

                                         F(8,36)         =       4.85
corr(u_i, Xb) = -0.1798                    Prob > F        =       0.0004

```

```

-----+-----
      ENDTM |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   .7148438   .8956157     0.80  0.430    -1.101549   2.531237
      TANG |  -.6124046   3.825526    -0.16  0.874    -8.370931   7.146122
      CRESC |   .0635961   .1892858     0.34  0.739    - .3202933   .4474855
      RENT |  -23.3101    5.461688    -4.27  0.000    -34.38691  -12.23328
      RISCO |  -.7591995   1.354544    -0.56  0.579    -3.506341   1.987942
      IFRS |           0   (omitted)
lagSMOO |  -.0024988   .7494653    -0.00  0.997    -1.522485   1.517487
lagSMOO2 |  -.1594622   .0711707    -2.24  0.031    - .3038032  -.0151213
lagENDTM |   .5527868   .1544658     3.58  0.001     .2395155   .866058
   _cons |  -5.172598   12.54152    -0.41  0.682    -30.60797   20.26278
-----+-----
sigma_u |   5.4880458
sigma_e |   1.9430526
rho     |   .8886103   (fraction of variance due to u_i)
-----+-----

```

```

F test that all u_i=0:      F(28, 36) =      2.53      Prob > F = 0.0047

```

1A RODADA ENDLM SOMENTE ALISADORAS

. xtreg ENDLM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagSMOO lagSMOO2 lagENDLM, fe
note: IFRS omitted because of collinearity

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      73
Group variable: ID                    Number of groups =      29

R-sq:  within = 0.1620                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0139                    avg =          2.5
      overall = 0.0431                    max =          3

corr(u_i, Xb) = -0.3002                F(8,36)         =      0.87
                                           Prob > F        =      0.5505
```

```
-----+-----
      ENDLM |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   .3768616   .5330543     0.71   0.484    - .7042226   1.457946
      TANG |   1.569192   2.307333     0.68   0.501    -3.110296   6.24868
      CRESC |   .0145261   .1131006     0.13   0.899    - .2148527   .2439048
      RENT |  -6.781303   3.281353    -2.07   0.046    -13.4362    - .1264092
      RISCO |  -.0405358   .8117581    -0.05   0.960    -1.686858   1.605786
      IFRS |           0 (omitted)
lagSMOO |   .3023136   .4503392     0.67   0.506    - .6110165   1.215644
lagSMOO2 |  -.0694457   .0428913    -1.62   0.114    - .1564332   .0175418
lagENDLM |   .0778637   .1764685     0.44   0.662    - .280031    .4357584
      _cons |  -3.708724   7.444224    -0.50   0.621    -18.80631   11.38886
-----+-----

sigma_u |  3.6916874
sigma_e |  1.1672087
      rho |   .90911999 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
```

F test that all u_i=0: F(28, 36) = 3.44 Prob > F = 0.0003

GRUPO DE EMPRESAS NÃO ALISADORAS

1A RODADA ENDT NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDT TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagENDT, fe

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =     450
Group variable: ID                    Number of groups =     123

R-sq:  within = 0.2538                Obs per group:  min =      1
      between = 0.5174                    avg =          3.7
      overall = 0.4600                    max =          5

corr(u_i, Xb) = 0.2541                F(7,320)       =     15.55
                                           Prob > F       =     0.0000
```

```
-----+-----
      ENDT |      Coef.  Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
      TAM |   .0380142   .0148427     2.56   0.011    .0088127    .0672157
      TANG |   .1621596   .0520101     3.12   0.002    .0598346    .2644847
      CRESC |  -.0414684   .013706     -3.03   0.003    -.0684336    -.0145032
      RENT |  -.2938021   .0544878    -5.39   0.000    -.4010016    -.1866026
      RISCO |   .0124998   .019813     0.63   0.529    -.0264804    .0514799
      IFRS |   .0234102   .0135807     1.72   0.086    -.0033085    .0501289
lagENDT |   .3873388   .0487719     7.94   0.000    .2913848    .4832929
      _cons |  -.2309382   .2203823    -1.05   0.295    -.6645194    .2026431
-----+-----

sigma_u |   .24031724
sigma_e |   .07446839
      rho |   .91238982 (fraction of variance due to u_i)
-----+-----
```

F test that all u_i=0: F(122, 320) = 4.15 Prob > F = 0.0000

2A RODADA ENDT NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDT TAM TANG CRESC RENT lagENDT, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      1076
Group variable: ID                    Number of groups   =       218

R-sq:  within = 0.4107                Obs per group: min =        1
      between = 0.7695                  avg =              4.9
      overall = 0.6681                  max =              5

corr(u_i, Xb) = -0.0015                F(5,853)           =     118.89
                                          Prob > F           =      0.0000

```

ENDT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.0686728	.0145359	-4.72	0.000	-.097203	-.0401426
TANG	-.0279036	.0539671	-0.52	0.605	-.1338275	.0780203
CRESC	-.0050688	.0086217	-0.59	0.557	-.021991	.0118534
RENT	-.5469085	.0560929	-9.75	0.000	-.6570049	-.4368122
lagENDT	.61921	.0261265	23.70	0.000	.5679303	.6704898
_cons	1.246949	.2037848	6.12	0.000	.8469708	1.646928
sigma_u	.19258165					
sigma_e	.18854225					
rho	.51059746	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(217, 853) = 1.88 Prob > F = 0.0000

3A RODADA ENDT NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDT TAM RENT lagENDT, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      1295
Group variable: ID                    Number of groups   =       220

R-sq:  within = 0.0874                Obs per group: min =        1
      between = 0.5368                  avg =              5.9
      overall = 0.3431                  max =              6

corr(u_i, Xb) = 0.4769                F(3,1072)         =      34.22
                                          Prob > F           =      0.0000

```

ENDT	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	.0109978	.0151098	0.73	0.467	-.0186503	.0406459
RENT	-.5063632	.0607833	-8.33	0.000	-.625631	-.3870955
lagENDT	.1631822	.0225669	7.23	0.000	.118902	.2074625
_cons	.4360097	.2086718	2.09	0.037	.0265582	.8454612
sigma_u	.33170174					
sigma_e	.25912653					
rho	.6210105	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(219, 1072) = 5.17 Prob > F = 0.0000

1A RODADA ENDL NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDL TAM TANG CRESC RENT IFRS lagENDL, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1076
Group variable: ID                    Number of groups =     218

R-sq:  within = 0.3270                Obs per group:  min =     1
      between = 0.6473                    avg =     4.9
      overall = 0.5971                    max =     5

corr(u_i, Xb) = 0.1458                F(6,852)        =    68.98
                                          Prob > F        =    0.0000
    
```

ENDL	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.0363903	.010801	-3.37	0.001	-.0575899	-.0151907
TANG	.0252179	.0403722	0.62	0.532	-.0540228	.1044587
CRESC	-.0057835	.0061132	-0.95	0.344	-.0177822	.0062152
RENT	-.175199	.0386183	-4.54	0.000	-.2509971	-.0994009
IFRS	.0329236	.0114402	2.88	0.004	.0104695	.0553778
lagENDL	.57082	.0286009	19.96	0.000	.5146836	.6269563
_cons	.6341888	.1473324	4.30	0.000	.3450118	.9233658
sigma_u	.13432736					
sigma_e	.1334004					
rho	.50346227 (fraction of variance due to u_i)					

F test that all u_i=0: F(217, 852) = 1.93 Prob > F = 0.0000

2A RODADA ENDL NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDL TAM RENT IFRS lagENDL, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    1295
Group variable: ID                    Number of groups =     220

R-sq:  within = 0.0639                Obs per group:  min =     1
      between = 0.7183                    avg =     5.9
      overall = 0.4142                    max =     6

corr(u_i, Xb) = 0.6238                F(4,1071)       =    18.27
                                          Prob > F        =    0.0000
    
```

ENDL	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	.0024485	.0103119	0.24	0.812	-.0177854	.0226824
RENT	-.138034	.0381971	-3.61	0.000	-.2129836	-.0630843
IFRS	.0056288	.0104737	0.54	0.591	-.0149225	.0261801
lagENDL	.1936287	.0238319	8.12	0.000	.1468662	.2403912
_cons	.2587316	.1396309	1.85	0.064	-.0152496	.5327128
sigma_u	.19351302					
sigma_e	.16362818					
rho	.58309611 (fraction of variance due to u_i)					

F test that all u_i=0: F(219, 1071) = 4.39 Prob > F = 0.0000

1A RODADA ENDTM NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDTM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagENDTM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   434
Group variable: ID                    Number of groups =   120

R-sq:  within = 0.5409                Obs per group:  min =    1
      between = 0.5419                    avg   =    3.6
      overall = 0.6537                    max   =    5

corr(u_i, Xb) = -0.1926                F(7,307)        =   51.67
                                          Prob > F         =   0.0000
    
```

ENDTM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-1.689445	.3947284	-4.28	0.000	-2.466161	-.9127297
TANG	-2.650784	1.498254	-1.77	0.078	-5.598931	.297363
CRESC	-.7013093	.3634316	-1.93	0.055	-1.416441	.0138229
RENT	5.314394	1.447789	3.67	0.000	2.465549	8.163239
RISCO	.5243112	.5268869	1.00	0.320	-.5124554	1.561078
IFRS	1.73577	.3671115	4.73	0.000	1.013397	2.458143
lagENDTM	1.081518	.0592541	18.25	0.000	.9649227	1.198114
_cons	23.55268	5.794725	4.06	0.000	12.15027	34.95508

sigma_u	4.1736143					
sigma_e	1.9711432					
rho	.81762479	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(119, 307) = 2.21 Prob > F = 0.0000

2A RODADA ENDTM NÃO ALISADORAS

xtreg ENDTM TAM RENT IFRS lagENDTM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   989
Group variable: ID                    Number of groups =   184

R-sq:  within = 0.0395                Obs per group:  min =    1
      between = 0.6040                    avg   =    5.4
      overall = 0.3571                    max   =    6

corr(u_i, Xb) = 0.5617                F(4,801)        =    8.23
                                          Prob > F         =   0.0000
    
```

ENDTM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.3535839	.3928593	-0.90	0.368	-1.124739	.4175714
RENT	-1.26452	1.292806	-0.98	0.328	-3.802208	1.273167
IFRS	.7327847	.3510207	2.09	0.037	.0437557	1.421814
lagENDTM	.1542276	.0282496	5.46	0.000	.0987756	.2096797
_cons	6.753568	5.33866	1.27	0.206	-3.725847	17.23298

sigma_u	6.0163717					
sigma_e	4.434417					
rho	.64798105	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(183, 801) = 5.28 Prob > F = 0.0000

1A RODADA ENDLM NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDLM TAM TANG CRESC RENT RISCO IFRS lagENDLM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    434
Group variable: ID                    Number of groups =    120

R-sq:  within = 0.2682                Obs per group:  min =     1
      between = 0.4249                    avg =     3.6
      overall = 0.4169                    max =     5

corr(u_i, Xb) = -0.3722                F(7,307)       =    16.07
                                          Prob > F       =    0.0000

```

ENDLM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.9185066	.1895891	-4.84	0.000	-1.291565	-.5454482
TANG	-1.075168	.6847995	-1.57	0.117	-2.422662	.2723268
CRESC	-.3861331	.1662707	-2.32	0.021	-.7133075	-.0589587
RENT	2.019463	.6670889	3.03	0.003	.7068175	3.332108
RISCO	.278739	.2395587	1.16	0.246	-.1926458	.7501237
IFRS	.8617457	.1762876	4.89	0.000	.5148608	1.208631
lagENDLM	.670556	.0692548	9.68	0.000	.5342818	.8068302
_cons	13.05588	2.741926	4.76	0.000	7.660533	18.45123
sigma_u	1.657557					
sigma_e	.89897097					
rho	.7727138	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(119, 307) = 2.75 Prob > F = 0.0000

2A RODADA ENDLM NÃO ALISADORAS

. xtreg ENDLM TAM CRESC RENT IFRS lagENDLM, fe

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    853
Group variable: ID                    Number of groups =    182

R-sq:  within = 0.0481                Obs per group:  min =     1
      between = 0.5111                    avg =     4.7
      overall = 0.3891                    max =     5

corr(u_i, Xb) = 0.4733                F(5,666)       =     6.73
                                          Prob > F       =    0.0000

```

ENDLM	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
TAM	-.4503156	.2699953	-1.67	0.096	-.98046	.0798288
CRESC	-.0206753	.1598053	-0.13	0.897	-.3344582	.2931076
RENT	2.414375	.8987406	2.69	0.007	.6496685	4.179081
IFRS	.6049429	.2297596	2.63	0.009	.1538025	1.056083
lagENDLM	.2358217	.0471016	5.01	0.000	.1433361	.3283072
_cons	6.685609	3.665775	1.82	0.069	-.5122597	13.88348
sigma_u	3.038767					
sigma_e	2.3613475					
rho	.6235019	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(181, 666) = 2.91 Prob > F = 0.0000