

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS**

FABRICIO TERCI CARDOZO

FLUXO DE CAIXA LIVRE E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS:

Relação e aspectos moderadores no Brasil.

Vitória

2013

FABRICIO TERCIO CARDOZO

FLUXO DE CAIXA LIVRE E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS :

Relação e aspectos moderadores no Brasil.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Finanças e Mercado Financeiro, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração de Finanças e Mercado Financeiro.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Lopo Martinez

Vitória

2013

Cardozo, Fabricio Terci.

Fluxo de caixa livre e gerenciamento de resultados: relação e aspectos moderadores no Brasil. / Fabricio Terci Cardozo. Vitória: FUCAPE, 2013.
56p.

Dissertação – Mestrado.
Inclui bibliografia.

1. Fluxo de caixa 2. Gerenciamento de resultados I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD – 657

FABRICIO TERCÍ CARDOZO

FLUXO DE CAIXA LIVRE E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS :

Relação e aspectos moderadores no Brasil.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Finanças e Mercado Financeiro, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Finanças e Mercado Financeiro.

Aprovada em 22 de novembro de 2013.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof^o Dr.: Antônio Lopo Martinez
(FUCAPE)**

**Prof^a. Dr^a.: Graziela Xavier Fortunato
(FUCAPE)**

**Prof^o Dr.: Aridelmo José Campanharo Teixeira
(FUCAPE)**

Dedico esse trabalho a minha família, amigos, professores e todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente com meu aprendizado.

AGRADECIMENTOS

A Deus pela oportunidade que me foi dada de estudar em um Centro de referência. Aos meus pais pelo incentivo ao estudo. A minha esposa e filho pela compreensão nos momentos de ausência. Aos professores da FUCAPE pelo aprendizado adquirido e ao meu orientador pela disponibilidade e assertividade nas orientações que contribuíram significativamente para esse trabalho.

"A virtude é difícil de se manifestar, precisa de alguém para orientá-la e dirigi-la. Mas os vícios são aprendidos sem mestre."

(Lucius Annaeus Seneca)

RESUMO

Este estudo investiga se empresas com baixas perspectivas de crescimento e com excesso de Fluxo de Caixa Livre (FCL) promovem o Gerenciamento de Resultados por meio de *income-increasing Accruals* Discricionários (AD). Conforme se deduz da hipótese do custo de agenciamento (Jensen, 1986), quando há excesso de FCL, acompanhado de limitadas perspectivas de crescimento, o gestor teria incentivos a camuflar o impacto de investimentos em projetos de VPL negativo mediante apresentação de lucros inflados. A pesquisa englobou empresas brasileiras listadas na BMF&BOVESPA no período entre 2008 a 2012. Os *Accruals* Discricionários (AD) foram estimados a partir do Modelo de Jones Modificado e posteriormente apurou-se a relação entre FCL e AD. Os resultados indicaram que nas empresas com baixa perspectiva de crescimento e excesso FCL, há uma maior propensão à prática de Gerenciamento de Resultado para aumentar lucro. A concentração acionária e a adoção do IFRS moderam essa relação (FCL x AD), ou seja, em termos práticos restringem a propensão a essa modalidade de Gerenciamento de Resultados. Este estudo é relevante, pois identifica uma tendência de Gerenciamento de Resultados. Reguladores e investidores devem estar atentos ao resultado contábil divulgado, quando há excesso de fluxo de caixa livre e baixa perspectiva de crescimento.

Palavras chave: Fluxo de Caixa Livre, *Accruals* Discricionários e Gerenciamento de Resultado.

ABSTRACT

This study investigates whether firms with low growth prospects and with excess free cash flow (FCF) promote Earnings Management through income-increasing Discretionary Accruals (DA). As deduced from the hypothesis of the cost of agency (Jensen, 1986), when there is surplus FCL, accompanied by limited growth prospects, the manager would have incentives to camouflage the impact of investment in negative NPV projects by submitting inflated profits. The research involved Brazilian companies listed on the BMF&Bovespa in the period 2008-2012. The Discretionary Accruals (DA) were estimated from the modified Jones model and later it was found that the relationship between FCL and DA. The results indicated that in firms with low growth prospects and surplus FCL, there is a greater propensity to practice earnings management to increase profit. The ownership concentration and the adoption of IFRS moderate this relationship (FCL x AD), in other words, in practical terms restrict the propensity this type of earnings management. This study is relevant because it identifies a trend of earnings management. Regulators and investors should be aware of the reported accounting results when there are surplus free cash flow and low growth opportunities.

Keywords: Free Cash Flow, Discretionary Accrual and Earnings Management.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Regressão do modelo de cálculo dos accruals totais.....	30
Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do modelo proposto	34
Tabela 3 - Regressão das variáveis do modelo proposto	35
Tabela 4 - Regressão do modelo proposto por variável explicativa	39
Tabela 5 - Estatística Descritiva das subamostras EFCL = 1 e EFCL = 0	40
Tabela 6 - Teste de diferença de Médias da variável dependente AD nas subamostras EFCL = 1 e EFCL= 0	40
Tabela 7 - Regressões do modelo Proposto por ano da amostra	41
Tabela 8 - Correlação das variáveis por ano de regressão do modelo proposto	42
Tabela 9 - Regressão do modelo proposto por setores	45
Tabela 10 - Correlação das variáveis nos setores empresariais	46
Tabela 11 - Composição dos setores criados a partir dos Setores do Económica.	47
Tabela 12 - Regressão das subamostras NM =1 e NM = 0.....	48
Tabela 13 - Correlação das Sub amostras NM =1 e NM = 0.....	49
Tabela 14 – Teste da diferença de médias da variável dependente AD nas sub amostras NM=1 e NM=0	49

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	15
2.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE	17
2.3 EARNINGS MANAGEMENT	20
2.4 DEMAIS FATORES INTERVENIENTES.....	23
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	26
3.1 AMOSTRA.....	26
3.2 MODELOS E VARIÁVEIS UTILIZADOS	28
4 ANÁLISES DE RESULTADOS.....	34
4.1 DEMAIS ANÁLISES	38
5 CONCLUSÃO.....	51
6 REFERÊNCIAS.....	54

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é verificar se existe relação significativa entre o Fluxo de Caixa Livre (FCL) e a propensão das empresas em realizar o Gerenciamento de Resultados por meio da manipulação dos Accruals Discricionários (AD) em empresas com baixa perspectiva de crescimento. Essa propensão surgiria em função de conflitos de Agência. Para o Jensen (1986) os interesses e incentivos dos gestores e dos acionistas são conflitantes no que tange o tamanho ótimo da empresa e o pagamento de dividendos, especialmente nas empresas com excesso de Fluxo de Caixa Livre e baixo crescimento. Isto é, empresas com mais recursos que oportunidades de investimentos rentáveis. Para o mesmo autor, os gestores que possuem excesso de FCL poderiam aumentar os dividendos ou investir em projetos de baixo retorno desperdiçando esses recursos.

Para Chung, Firth e Kim (2005) quando não há controle eficiente por parte dos acionistas, os gestores podem escolher investir em projetos que apresentem Valor Presente Líquido (VPL) negativo ou que não satisfaça a expectativa de rentabilidade dos investidores. A preferência por utilizar recursos próprios da empresa é para evitar chamar atenção de credores externos que fiscalizariam mais a empresa para garantir o retorno dos valores investidos. Identificar o custo de agência do FCL (investimentos realizados em projetos de VPL negativos) é muito difícil porque os gestores normalmente não divulgam as projeções de Fluxo de Caixa de um investimento e suas premissas. Para evitar a divulgação desses dados os gestores apelariam para o sigilo empresarial.

Segundo Jensen (1986) o pagamento de dividendos reduz o poder dos gestores ao diminuir o valor dos recursos disponíveis para esses gestores. Para

evitar essa saída de recursos, os gestores buscariam investir em projetos com recursos próprios, mantendo-os sob sua responsabilidade, e conservando seu poder na empresa e a fazendo crescer acima do seu ponto ótimo. Para reter esses recursos seria necessário prometer maiores retornos futuros aos acionistas, visto que esses estariam abrindo mão dos dividendos em função de um aumento na possibilidade de ganhos no longo prazo. A promessa de retornos maiores não é fácil de ser cumprida, dessa forma o Gerenciamento de Resultados serviria utilizado para conter os ânimos dos acionistas. O mesmo autor afirma que isso se configura como uma das causas para que as organizações cresçam além de seu ponto ótimo, pois quanto maior a organização, maior seria a possibilidade de haver excesso de FCL.

Chung, Firth e Kim (2005) afirmam que maus investimentos se revelam com o tempo nos resultados futuros da empresa. Os investimentos que não promovem a maximização da riqueza dos investidores podem resultar em redução no preço das ações além de desencadear ações dos acionistas para destituir os gestores da empresa. Então para camuflar o impacto de investimentos com VPL negativos, os gestores utilizariam procedimentos contábeis que aumentariam o resultado. Esse “incremento” ajudaria arrefecer o ânimo dos investidores e levaria a uma maior valorização das ações no mercado.

Dessa forma, verificar se a informação do resultado corresponde ao real desempenho da empresa é fundamental para sua análise. A importância do resultado como parâmetro de desempenho da empresa e dos gestores foi afirmada por vários autores. Martinez (2008, p. 2), afirma que “um dos produtos mais importantes da contabilidade para os diversos usuários da informação financeira é o resultado (lucro/prejuízo)”. Para Dechow, Ge e Schrand (2010) a alta qualidade dos resultados fornece informações mais relevantes sobre o desempenho financeiro da

empresa, para uma tomada de decisão. Muitos autores buscaram identificar os fatores que contribuem para uma melhor qualidade dos resultados.

Trabalhos como Dechow e Dichev (2002), Dechow, Richardson e Tuna (2003) indicam que a qualidade do resultado é influenciada pelos accruals. Houge e Loughran (2000) complementam dizendo que os accruals e os fluxos de caixa fornecem uma contribuição incremental para retornos dos investimentos em ações e o resultado das ações é a soma das contribuições desses dois componentes. Destarte, compreendendo a relação entre accruals e fluxo de caixa é possível determinar com mais critérios o desempenho da empresa e de seu gestor, principalmente quanto ao retorno dos investimentos realizados pelos acionistas.

Esse retorno pode estar aquém do desejado e um dos fatores que pode contribuir para isso é o conflito de interesses entre o gestor da empresa e seus proprietários. Para Bhundia (2012) e Jensen (1986) esse conflito incentiva gestores a manipularem os resultados com o objetivo de maximizar a sua própria riqueza, ou para permanecerem em seus cargos. Para autores como Schipper (1989) e Dechow, Sloan e Sweeney (1995) essa manipulação seria realizada por meio dos accruals.

Para estudar essa manipulação do resultado foram criados vários modelos, a exemplo de Jones (1991) e Dechow, Sloan e Sweeney, (1995) entre outros citados no trabalho de Dechow Ge e Schrand (2010). Martinez (2008, p. 2) afirma que "esses modelos assumem que as escolhas contábeis decorrentes de uma tentativa de Gerenciamento de Resultados, poderiam ser mensuradas por discretionary accruals (accruals discricionários)." Esses modelos indicaram a existência de fatores que interfeririam no valor do Gerenciamento de Resultados praticados pelo gestor. Segundo Bhundia (2012), Chung, Firth e Kim (2005), Lehn e Poulsen (1989) um desses fatores seria o valor do FCL disponível na empresa.

A partir dos estudos de Bhundia (2012) e Chung, Firth e Kim (2005) observou-se a existência de uma relação positiva entre o valor do FCL e o Gerenciamento de Resultado no contexto internacional. Essa relação decorre do uso desse gerenciamento para manter as expectativas de lucro dos investidores, visto que o excesso de FCL não seria distribuído e sim investido em projetos de baixa perspectiva de rentabilidade (JENSEN, 1986).

Desta forma, surgiu o interesse de verificar se no Brasil essa relação positiva também ocorreria, uma vez que o Brasil apresenta características distintas dos mercados analisados nos trabalhos de Bhundia (2012) e Chung, Firth e Kim (2005). No Brasil a estrutura de endividamento das empresas sofre maior influência das instituições financeiras, apresenta concentração acionária relativamente maior que os países com mercados mais desenvolvidos e o mercado acionário brasileiro é mais recente que o norte americano. Portanto essas diferenças motivaram a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação entre o valor do Fluxo de Caixa Livre e o Gerenciamento de Resultados por meio dos accruals discricionários no Brasil nas empresas com baixa perspectiva de crescimento?**

Como objetivo principal pretende-se avaliar a existência de uma relação entre o valor do FCL e a prática do Gerenciamento de Resultados no Brasil, como essa relação ocorre e se haveria outros fatores que interfeririam nessa relação. Esse trabalho amplia o conhecimento sobre o Gerenciamento de Resultados e sua relação com o FCL, fato que pode melhorar a informação gerada ao investidor. Além disso, é possível encontrar outros fatores que podem interferir nessa relação que não foram observados em estudos anteriores. Adicionalmente a abordagem realizada sobre o FCL pode fomentar novos estudos sobre o tema no Brasil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

É natural esperar que os seres humanos busquem maximizar sua riqueza. Para Bhundia (2012) essa tendência os acompanha na procura de oportunidades que a maximizem por meio de investimentos, entretanto, nem todos seriam capazes de gerir seus ativos de forma eficaz, então seria necessário contratar pessoas aptas para realizar este serviço. Para o mesmo autor, segundo a Teoria da Agência, os membros do primeiro grupo são os diretores (principal) ou proprietários (donos dos meios de produção) e o segundo é formado pelos agentes ou gestores. Na verdade, os gestores seriam os representantes dos proprietários nas empresas para conduzi-las de forma a maximizar o patrimônio desses proprietários.

Para Jensen e Meckling (1976) se ambas as partes dessa relação buscam a maximização pessoal, há uma boa razão para acreditar que o gestor nem sempre atuará de forma a atender os interesses do proprietário. Dessa forma esses autores definem a relação de agência como sendo um contrato sob o qual um ou mais proprietários contratam um gestor (agente) para realizar um serviço que envolva delegação de autoridade para a tomada de decisão. Contudo, os gestores não possuem carta branca. Os proprietários podem limitar as divergências de seus interesses estabelecendo incentivos apropriados para que os gestores os persigam, entretanto haveria custos de monitoramento das atividades desses gestores.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que esses custos decorrem do fato que é geralmente impossível para o proprietário ou para o gestor, sem custo, assegurar que o gestor tomará sempre as melhores decisões sob o ponto de vista do proprietário. Para esses autores na maioria das relações de agência os proprietários

terão que monitorar os gestores e terão custos. A magnitude desses custos de agência dependeria da personalidade dos gestores, da facilidade que esses possam exercer suas preferências em oposição à maximização da riqueza dos proprietários, os custos de monitoramento e das atividades de ligação/comunicação entre as partes da empresa. Esses autores afirmam que esses custos de agência seriam mais evidentes na remuneração dos acionistas.

Segundo Jensen (1986) no pagamento de dividendos cria-se um dos maiores conflitos, pois diminuem o valor dos recursos sobre o controle dos gestores, conseqüentemente reduzindo o poder desses últimos. Com essa diminuição de recursos, os gestores buscariam recuperar o poder por meio da captação de recursos no mercado, entretanto não o fazem em virtude dessa atitude elevar o acompanhamento dos resultados da empresa, situação indesejada pelo gestor.

O mesmo autor sugere que o financiamento de projetos com recursos internos evitaria maior acompanhamento pelo mercado e elevaria a possibilidade dos recursos próprios da empresa estivessem indisponíveis ou disponíveis apenas a altos preços explícitos. Outro fato levantado por Jensen (1986) é que os gestores têm incentivos para fazer com que sua empresa cresça além do tamanho ideal. Esse crescimento aumenta o poder dos gestores uma vez que eleva os recursos sob seu controle. Para esse mesmo autor, como consequência haveria um possível aumento na remuneração desses executivos, visto que existe correlação positiva entre o crescimento das vendas e o aumento dos bônus para os gestores.

Com o exposto verifica-se que os conflitos de agência são inerentes a Gestão do negócio, que esses são custosos às empresas, que criam a necessidade de mecanismos de controle para que os interesses dos proprietários (acionistas) sejam

alcançados e que muitos desses problemas de agência decorrem da disponibilidade e da gestão dos fluxos de caixa (recursos) presentes na empresa.

2.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE

Jensen (1986) introduziu a teoria do Fluxo de Caixa Livre e os definiu como o recurso proveniente das atividades operacionais da empresa, depois da dedução da necessidade de recursos para o investimento em projetos de VPL positivo. Outros autores também definiram o que seria o Fluxo de Caixa Livre. De acordo com Lehn e Poulsen (1989) o FCL é o lucro operacional antes da depreciação, depois dos impostos, despesas de juros e pagamento dos dividendos. Para Dechow e Ge (2006) o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa das atividades operacionais mais o fluxo de caixa das atividades de investimento. Ou seja, o FCL seria os recursos livres disponíveis para o gestor após obrigações legais e/ou estatutárias.

Para Bhundia (2012) e Jensen (1986) os maiores problemas de agência estão na destinação do FCL. Segundo Jensen (1986) os conflitos de interesse entre acionistas e o gestores sobre as políticas de pagamento de dividendos são especialmente severas quando a empresa gera grande excesso de FCL. O problema seria como motivar gestores a elevar os dividendos ao invés de promover investimentos de VPL negativo ou desperdiçar o FCL em ineficiências da empresa.

Bhundia (2012) afirma que o fluxo de caixa operacional divulgado indica a capacidade da empresa para a geração de fluxos de caixa. Esse mesmo autor comenta que analistas financeiros afirmam que os fluxos de caixa das atividades operacionais são fundos que não só deveriam ser investidos em novos ativos fixos para permitir que as empresas mantenham o nível atual de atividades operacionais, mas também uma parte desse recurso deveria ser distribuída como dividendos para

satisfazer os acionistas. Essa situação leva a problemas de agência entre os acionistas e gestores.

Segundo Jensen (1986) os conflitos de interesse são maiores quando há excesso de FCL disponível. Para esse autor quando os gestores ficam com a posse desses Fluxos de Caixa Livre eles tem que prometer que os fluxos de caixa futuros serão destinados ao aumento dos dividendos a serem pagos. Entretanto, essas promessas são fracas porque os dividendos podem ser reduzidos no futuro. Como consequência dessa redução de dividendos o mercado de capitais penalizaria a empresa com amplos cortes no preço das ações. Por conseguinte, pode-se inferir que essa situação é especialmente agravada nas empresas com baixas perspectivas de dividendos (baixo crescimento), uma vez que a capacidade de gerar dividendos estaria comprometida.

Sob esse aspecto, Chung, Firth e Kim (2005) afirmam que o Fluxo de Caixa Livre aliado a restritas oportunidades de investimento tem sido avaliado como um dos mais frequentes problemas de agência, visto que os gestores promovem gastos que reduzem a riqueza dos acionistas. Jensen (1986) definiu esses gastos de fluxo de caixa livre em projetos com valor presente líquido negativo como sendo os custos de agência do FCL. Para o mesmo autor, empresas com baixas perspectivas de crescimento são as mais propensas a investirem o FCL em projetos não lucrativos. A ausência de um acompanhamento eficaz ou de medidas disciplinares pelos acionistas ou de seus representantes, alguns gestores poderiam optar por investir em projetos ou atividades de VPL negativo.

Chung, Firth e Kim (2005) em seu trabalho sugerem que para camuflar os efeitos dos investimentos não maximizadores de valor, os gestores podem utilizar discricionariedade contábil para aumentar os resultados reportados e que esse

comportamento oportunista é limitado se o monitoramento pelos acionistas externos for eficaz. Para testar essa discricionariedade gerencial, os autores avaliaram se nas empresas com baixas perspectivas de crescimento e com elevado FCL têm incentivos para “melhorar” o resultado por meio da manipulação de *accruals* discricionários. Observa-se que muitos estudos de Gerenciamento de Resultados utilizam *accruals* discricionários como *proxy* para mensuração desse gerenciamento.

Segundo Dechow, Ge e Schrand (2010) isso decorre do fato que os *accruals* não discricionários ocorrem em função de ajustes para refletir o desempenho da empresa, enquanto *accruals* anormais (discricionários) são as capturas de distorções induzidas pelo sistema contábil utilizado ou decorrência do Gerenciamento de Resultados (decorrente das imperfeições do sistema de mensuração). Segundo esses autores há uma interpretação geral de que se o componente normal dos *accruals* é modelado com propriedade, então o componente anormal dos *accruals* é o de pior qualidade, conseqüentemente prejudica a qualidade da informação dada pelo resultado.

Corroborando, Subramanyam (1996) afirma que o valor dos *accruals* discricionários não decorre de ineficiências do Mercado, mas do fato dos gestores utilizarem esses *accruals* para suavizar as receitas e melhorar a persistência e a previsão do resultado. O mesmo autor sugere que para estudar o resultado seria necessário estudar seus componentes, os *accruals* e o fluxo de caixa.

Chung, Firth e Kim (2005) encontraram que as empresas com altos excedentes de FCL usaram os *accruals* discricionários para “elevar” os lucros divulgados. Os resultados são consistentes com a hipótese de que os gestores utilizam os *accruals* discricionários para camuflar o impacto dos resultados em projetos de investimento com VPLs negativos e outras atividades internas. Bhundia

(2012) também encontrou esse resultado. Contudo Opler e Titmen (1993) ressaltam que as empresas com alto crescimento tendem a ter menor valor de FCL, visto que os recursos são utilizados para projetos com valor presente líquido positivo.

Pelo exposto verifica-se que existe uma relação entre o valor do FCL e a propensão que as empresas possuem para realizarem procedimentos de Gerenciamento de Resultado por meio dos *accruals* discricionários.

2.3 EARNINGS MANAGEMENT

Para Dechow, Ge e Schrand (2010) quanto maior a qualidade da informação do resultado, mais subsídios relevantes são fornecidos para a tomada de decisão. Essa informação pode vir de várias fontes, mas uma das mais utilizadas são as demonstrações contábeis que são normatizadas pelos órgãos reguladores. Healy e Wahlen (1999) dizem que no cumprimento deste objetivo, a normatização deve considerar os conflitos entre a relevância e a confiabilidade das informações contábeis sob quaisquer padrões alternativos de divulgação.

Dechow, Ge e Schrand (2010) afirmam que conceitualmente, uma vantagem potencial da normatização contábil é a remoção de tratamentos alternativos para uma transação em favor de um único princípio que reflita o desempenho, de forma a resultar em um número mais informativo sobre o resultado, pois isso reduz as oportunidades para o seu gerenciamento. Richardson (2000) complementa dizendo que as normas de contabilidade permitem discricionariedade gerencial na aplicação dos métodos contábeis utilizados para reportar resultados. Quando essa discricionariedade for utilizada para manipular os números contábeis ocorria o chamado Gerenciamento de Resultado.

Para Schipper (1989) esse Gerenciamento de Resultados também seria um Gerenciamento da Informação (*Disclosure Management*), quando a intervenção proposital no processamento de um relatório financeiro externo ocorrer com a intenção de obter algum ganho privado (alteração da informação). Desta forma verifica-se que informações financeiras de má qualidade afetariam o mercado financeiro. Martinez (2008, p. 2) afirma que a má qualidade das informações contábeis pode advir de práticas de Gerenciamento de Resultado, situação que pode “criar sérias ineficiências alocativas entre empresas, assim como provocar distribuições de riquezas injustificáveis”.

Para Bhundia (2012) o sistema de contabilidade por regime de competências (*Accrual Accounting*), usada nas demonstrações contábeis para diminuir a assimetria de informação, daria a possibilidade do gestor determinar quando os lucros ocorreriam. Sob este sistema de contabilidade, os gestores têm significativo controle do tempo para definir quando despesas de pesquisas, publicidade e desenvolvimento aparecerão nos demonstrativos contábeis. Adicionalmente esse mesmo sistema possibilita que o gestor tenha diferentes opções de tempo para reconhecer o lucro. Para o mesmo autor o Gerenciamento de Resultado passou a ser um dos temas mais pesquisados em contabilidade, desde quando os investidores atribuíram muita ênfase no resultado como um dos fatores mais importantes para a tomada de decisão. Parte dessas pesquisas sugere que pouca variação no resultado e sua persistência são atributos de qualidade do resultado (DECHOW, GE e SCHRAND, 2010).

Essa qualidade do resultado pode ser prejudicada por conflitos de interesse (Jensen e Meckling, 1976). Para esses autores esse problema de agência ocorre em função da divergência entre os gestores e os proprietários dos recursos, visto que

cada um desses grupos tende a tomar ações para maximizar as suas próprias riquezas, que não necessariamente serão obtidas por caminhos coincidentes.

Para Bhundia (2012) os gestores considerando esse conflito de interesse com os proprietários, terão incentivos de manipular o resultado para maximizar seus interesses. Para esse mesmo autor, ainda que a relação entre Gerenciamento de Resultado e os problemas de agência sejam confusas, se esse gerenciamento é feito de forma oportunista, as empresas terão mais custos de agência e os gestores precisariam mostrar mais lucro. Para ele há uma relação positiva entre Gerenciamento de Resultados e o momento do conflito de interesse. DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994) afirmam que se o “momento” vivido pela empresa for de perdas sucessivas e redução de dividendos essa manipulação do lucro para incrementá-lo seria mais frequente.

Jensen (2005), alerta sobre as possíveis causas para escolhas contábeis duvidosas ocorrem em função da valorização excessiva das ações e a busca desenfreada pelo atingimento das metas de resultado feitas pelos analistas, um dos fatores observados para a permanência do gestor em seu posto. Ele ressalta que o mercado de capitais pune as empresas que não alcancem as expectativas dos analistas bem como os gestores dessas empresas. Healy e Wahlen (1999) enumeram outras possíveis causas como influenciar a percepção do mercado de ações, a remuneração da administração, reduzir a probabilidade de violar acordos de empréstimos, evitar a intervenção dos órgãos reguladores e adicionalmente segundo Dechow, Sloan e Sweeney (1996) também seria feito pelo desejo de obter capital externo a baixo custo.

Independente dos motivos que levam as empresas gerenciarem seus resultados é possível afirmar que os *accruals* discricionários podem ser um dos

meios para isso. Evidências empíricas levantadas nos trabalhos Chung, Firth e Kim (2005) e Bhundia (2012) demonstraram que o nível de Fluxo de Caixa Livre pode influenciar na operacionalização desse gerenciamento. Isso decorre do fato que esses dois trabalhos encontrarem evidências da existência de uma relação positiva entre Gerenciamento de Resultados e os Fluxos de Caixa Livre, especialmente nas empresas com baixas perspectivas de crescimento. Entretanto é possível esperar que existam outros fatores que possam interferir nessa relação positiva.

2.4 DEMAIS FATORES INTERVENIENTES

Segundo Dechow e Ge (2006) o FCL tem sido objeto de vários estudos por ser considerado que esse mensure melhor o fluxo de caixa no resultado que o fluxo de caixa operacional, uma vez que o resultado inclui mudanças no capital geradas por depreciação e amortização, contas ignoradas no fluxo de caixa operacional.

Os estudos sobre o FCL pesquisam sua relação com o Gerenciamento de Resultados, abordando diferentes perspectivas. Tsui, Jaggi e Gul (2001) investigaram as tarifas de auditoria para empresas com altos níveis de FCL e baixo nível de crescimento. Seus resultados mostraram que para essa amostra de empresas, por causa da relação entre problemas de agência e FCL, as tarifas de auditorias são mais elevadas. Além disso, os autores identificaram que as empresas que apresentaram as maiores possibilidades de crescimento, são também aquelas com as maiores tarifas de auditoria, pois teriam o maior risco associado. Para eles a atuação de um Conselho Diretor independente inibiria as incertezas e mitigaria práticas oportunistas associadas com empresas de alto potencial de crescimento.

De acordo com Jensen (1986), a política de endividamento interfere na relação entre Gerenciamento de Resultado e Fluxo de Caixa Livre em empresas com baixo crescimento. Quanto maior a razão de dívidas nessas empresas, os gestores podem investir menos em projetos com VPL negativo, reduzindo as práticas de Gerenciamento de Resultado e conseqüentemente os custos com Auditoria. Richardson (2006) encontrou que empresas com altos níveis de FCL o valor para os investimentos estariam acima de seu valor ótimo.

Bukit e Iskandar (2009) encontraram que comitês de auditorias independentes auxiliam as companhias com excedentes de FCL na redução da manipulação do lucro por meio do Gerenciamento de Resultado. Chung, Firth e Kim (2005) complementam em seu trabalho, encontrando evidências que os Investidores Institucionais, Empresas de Auditoria e a Qualidade da Auditoria provocariam um decréscimo na relação de Gerenciamento de Resultados e o FCL e preveniriam ações de gerenciamento pelos gestores sobre o resultado informado.

Esse decréscimo no Gerenciamento de Resultados, segundo Watts e Zimmerman (1983), decorre do papel do auditor externo independente em atestar a confiabilidade das demonstrações financeiras de seus clientes. Esta verificação dá garantia aos acionistas, potenciais investidores e credores que a declaração do lucro e o balanço seguem os Princípios Contábeis com precisão e refletem o estado das atividades de seus clientes. Para os mesmos autores a função de auditoria reduz os custos de agência criados pela assimetria de informações e reduz os problemas de controle causados pela separação entre propriedade e gestão.

Lehn e Poulsen (1989) estudando as empresas que sofrem processos de concentração acionária identificaram que as maiores fontes de ganho para os acionistas era a redução dos custos com os problemas de agências relacionados

com os Fluxos de Caixa Livres não distribuídos. Adicionalmente, os autores encontraram que os prêmios pagos aos acionistas são significativamente relacionados com o fluxo de caixa não distribuído.

Jiraporn et al. (2008) encontraram evidências que os agentes gerenciam mais os resultados onde os custos de agência são menores. Esse resultado é mais consistente quando fatores como tamanho da empresa, rentabilidade, alavancagem, perspectivas de crescimento e a assimetria da informação são controlados. Seus resultados empíricos para a amostra estudada identificou uma relação negativa entre Gerenciamento de Resultados e custos de agência.

Dechow, Sloan e Sweeney (1996), ao estudarem as empresas sob investigação da SEC (*Securities and Exchange Commission*) encontraram que as ocorrências de manipulação de resultados são vinculadas as características como ter o Conselho de Administração (*Board*) dominado pelos agentes, que o CEO e o Chairman sejam a mesma pessoa, que o CEO seja o fundador da empresa, são menos propensas a ter um comitê de auditoria, há menor probabilidade de haver um grande acionista externo e a empresa é menos propensa a ter sua auditoria externa feita por uma auditoria Big Four. Quanto à utilização das BIG Four como medida de redução de Gerenciamento de Resultado, Becker et al. (1998), também identificaram reduções nos níveis de Gerenciamento.

Desta forma, pode ser verificado que nos estudos anteriores fatores como a formação do Conselho de Administração, a segregação das funções do CEO e Chairman, a presença de comitês de auditoria internos, a qualidade da Auditoria, a presença de Investidores Institucionais externos e a Auditoria Externa feita por uma BIG 4, são fatores que podem interferir na relação dos Fluxos de Caixa Livre e o Gerenciamento de Resultado por meio da manipulação dos *accruals* discricionários.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Decorrente do objetivo principal da pesquisa, esse estudo pretende verificar se o valor de Fluxo de Caixa Livre interfere na prática do Gerenciamento de Resultado por meio dos *accruals* discricionários em empresas com baixa perspectiva de crescimento, identificar a natureza dessa relação e possíveis fatores que expliquem o seu comportamento.

Pelo exposto na revisão da literatura, há trabalhos que indicam que elevados valores de FCL estariam associados a uma maior propensão de Gerenciamento de Resultados por meio da manipulação por meio dos *accruals* discricionários e dessa forma surgem o problema de pesquisa e a hipótese abaixo:

Qual a relação entre o valor do Fluxo de Caixa Livre e o Gerenciamento de Resultados por meio dos *accruals* discricionários no Brasil nas empresas com baixa perspectiva de crescimento?

H1 – Há uma relação positiva entre o valor do Fluxo de Caixa Livre e o Gerenciamento de Resultado por meio dos *accruals* discricionários.

Tomando por base o objetivo desse trabalho, será realizada a comparação entre o valor do Fluxo de Caixa Livre e o valor dos *accruals* discricionários (*Proxy* associada à prática de Gerenciamento de Resultado).

3.1 AMOSTRA

A base de dados foi obtida do banco de dados Economática. Essa contém observações de empresas entre os anos de 2008 a 2012, totalizando 1111 observações. Esse período foi escolhido por já estar divulgado diretamente nas demonstrações contábeis o fluxo de caixa operacional da empresa, necessário para

o cálculo dos *accruals* totais. O período citado é posterior à obrigatoriedade da divulgação da DFC (Demonstração do Fluxo de Caixa) após a promulgação da Lei 11.638 de 2007. Dessa demonstração contábil é possível extrair a informação do fluxo de caixa operacional da empresa.

Para a coleta da informação foram observados alguns critérios para composição da amostra. Essa é formada por informações contábeis como Ativo Total e Receita Total. Para a coleta dos dados foi considerado as ações de empresas ativas de maior movimentação na Bovespa nos anos de 2008 a 2012, não financeiras, que possuíam Ativo total diferente de zero (visto que o ativo é denominador no modelo de mensuração de *accruals* e no modelo proposto), que a informação do Lucro Bruto e Lucro líquido fossem observadas e que a Receita fosse maior que zero (buscando escolher as empresas operacionais). Adicionalmente, como forma de evitar que o resultado das regressões fosse deturpado por *outliers*, todas as observações em que a divisão de um dado qualquer pelo Ativo do ano anterior fosse maior do que 2 (em valor absoluto) foram excluídas da amostra.

A informação do acionista majoritário das ações ON, por limitação do Economática, restringiu-se a mais recente, dessa forma, em anos diferentes a informação sobre o acionista majoritário pode ser igual para a mesma empresa, fato que representa uma limitação da pesquisa. Embora os anos avaliados sejam de 2008 a 2012, foram colhidos dados de 2007 para comparação e obtenção de diferenças (Variação de receitas utilizada no modelo criado baseado no modelo de Jones, por exemplo). Quando a informação do ano anterior não estava disponível (no caso de empresa nova ou com capital aberto no referido ano) essa observação não foi utilizada para regressão do modelo proposto. Esse procedimento foi utilizado

tanto para parâmetros de anos anteriores quanto para diferenças onde o ano anterior não estava disponível.

3.2 MODELOS E VARIÁVEIS UTILIZADOS

Conforme o trabalho de Bhundia (2012) foi utilizado o modelo de Lehn e Poulsen (1989) para mensurar o valor do Fluxo de Caixa Livre. O modelo citado foi modificado para atender as particularidades do Brasil. Na variável IMP (Impostos) além do imposto de renda foi adicionada a contribuição social sobre o lucro (CSSL). Em relação ao modelo original foi inserido a variável JCP (Juros sobre Capital Próprio) por se tratar de conta existente Brasil com efeito semelhante à conta dividendos comum nos demais países. Nesse modelo o FCL é apurado pela subtração dos impostos, das despesas financeiras e dos dividendos (e/ou JCP, quando for o caso) do Lucro Operacional antes da depreciação. Todos os valores das variáveis são divididos pelo total de ativos do ano anterior à medição. O cálculo do FCL é feito pela equação (1) abaixo:

$$FCL_{i,t} = (LO_{i,t} - IMP_{i,t} - DFIN_{i,t} - DIV_{i,t} - JCP_{i,t}) / AT_{i,t-1} \quad (1)$$

Onde:

$FCL_{i,t}$ = Fluxo de caixa livre da empresa (i) no ano (t).

$LO_{i,t}$ = Lucro operacional antes da depreciação empresa (i) no ano (t).

$IMP_{i,t}$ = Impostos totais (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro) da empresa (i) no ano (t).

$DFIN_{i,t}$ = Despesas financeiras da empresa (i) no ano (t).

$DIV_{i,t}$ = Dividendos da empresa (i) no ano (t).

$JCP_{i,t}$ = Juros sobre o capital próprio da empresa (i) no ano (t)

$AT_{i,t-1}$ = Ativos totais da empresa no ano (t-1).

Para a mensuração do Gerenciamento de Resultados foi utilizado um modelo baseado no Modelo de Jones modificado (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), uma vez que esse modelo foi utilizado nos trabalhos de Bhundia (2012) e Chung, Firth e Kim (2005) e Bukit e Iskandar (2009), como forma de manter a comparabilidade entre os resultados. Nesse modelo é possível calcular os *accruals* não discricionários das empresas. Foi necessário realizar um ajuste nas equações (2) e (3) visto que o Brasil não possui conta PPE (*Property, Plant And Equipment*), essa conta foi substituída pelo Imobilizado (IMOB). Seguem as equações:

$$AND_{i,t} = \alpha_1(1/AT_{i,t-1}) + \alpha_2\{(\Delta REC_{i,t} - \Delta CRE_{i,t}) / AT_{i,t-1}\} + \alpha_3 (IMOB_{i,t} / AT_{i,t-1}) \quad (2)$$

Onde:

$AND_{i,t}$ = *Accruals* não discricionários da empresa (i) no ano (t)

$AT_{i,t-1}$ = Ativos totais da empresa no ano (t-1)

$\Delta REC_{i,t}$ = É a diferença da receita do ano t para o (t-1).

$\Delta CRE_{i,t}$ = É a diferença das Contas a Receber do ano t para o (t-1).

$IMOB_{i,t}$ = Ativos Imobilizados da empresa (i) no ano (t).

Os parâmetros α_1 , α_2 , α_3 são calculados por meio da equação (3):

$$TA_{i,t} / AT_{i,t-1} = \alpha_1(1/AT_{i,t-1}) + \alpha_2\{(\Delta REC_{i,t}) / AT_{i,t-1}\} + \alpha_3 (IMOB_{i,t} / AT_{i,t-1}) + \varepsilon_t \quad (3)$$

O parâmetro $TA_{i,t}$ é a *proxy* utilizado como total de *accruals* para o ano t e é calculada pela equação (4):

$$TA_{i,t} = LL_{i,t} - FCO_{i,t} \quad (4)$$

Onde:

$LL_{i,t}$ = Lucro Líquido no período t.

$FCO_{i,t}$ = Fluxo de Caixa Operacional do ano t.

A equação (4) foi utilizada no trabalho de Bhundia (2012), Becker et al (1998), usou uma variação que seria (Lucro antes de efeitos extraordinários – Fluxo de

Caixa Operacional) e Chung, Firth e Kim (2005) utilizaram a fórmula (*Accruals* totais = $((\Delta \text{ Ativos} - \Delta \text{ FCO}) - (\Delta \text{ Passivo} - \Delta \text{ débitos no curto prazo} - \Delta \text{ tributos pagos})) - \text{depreciação}$). Onde o Δ se refere à diferença entre o ano t e o ano t-1 das contas citadas. Como não foi localizada no Econômica a conta Lucro Antes de Efeitos extraordinários essa conta foi substituída pelo EBTIDA. O modelo de captura dos *accruals* totais foi estimado com as três variações expostas anteriormente. O Modelo de Bhundia (2012) a variável dependente é chamada de TA (Total Accrual), no modelo de Becker (1998) é chamada de TA_Ebtida e no modelo de Chung Firth e Kim (2005) é chamada de TA_ASSET. Segue o resultado das regressões para escolha da fórmula de cálculo dos *accruals* totais:

Tabela 1 – Regressão do modelo de cálculo dos *accruals* totais

Variável Dependente	TA		TA_ASSET		TA_Ebtida	
Observações : 1121						
Variável	Coeficiente	P Valor	Coeficiente	P Valor	Coeficiente	P Valor
C	0.021269	0.0087	0.028403	0.0247	0.076157	0.0000
_1_AT	-3.208.154	0.0000	-2.124.042	0.0256	5.387.032	0.3218
Δ REC	-0.046224	0.0124	0.025915	0.3682	-0.030041	0.0495
IMOB	-0.112232	0.0000	0.086708	0.0010	-0.057031	0.0000
R ²	0.066655		0.014700		0.019934	
R ² Ajustado	0.064148		0.012040		0.017107	
Estatística F	2.659032		5.525293		7.051128	
Prob. (Est. F)	0.000000		0.000912		0.000108	

Descrição das variáveis

TA = Lucro líquido – Fluxo de Caixa Operacional

TA_ASSET = $((\Delta \text{ Ativos} - \Delta \text{ FCO}) - (\Delta \text{ Passivo} - \Delta \text{ débitos no curto prazo} - \Delta \text{ tributos pagos})) - \text{depreciação}$

TA_Ebtida = Ebtida – FCO

_1_AT = O inverso do ativo da empresa no ano t-1.

Δ REC = Diferença entre a receita do ano t e do ano t-1, divididos pelo ativo do ano t-1.

IMOB = Imobilizado da empresa, dividido pelo ativo do ano t-1.

FCO = Fluxo de Caixa Operacional

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Observa-se pelo resultado da Tabela 1 que o único modelo onde todos os coeficientes foram significativos foi o com a variável dependente TA (Modelo de Bhundia (2012)), além de apresentar o maior R^2 Ajustado, motivo pelo qual essa *proxy* foi escolhida para representar o total de *accruals*. Com o cálculo dos parâmetros acima é possível calcular os *accruals* discricionários ($AD_{i,t}$), pela equação (5). Neste caso é preciso assumir que $TA_{i,t}$ representa a soma dos *accruals* não discricionários e discricionários (BUKIT e ISKINDAR, 2009).

$$AD_{i,t} = (TA_{i,t} / AT_{i,t-1}) - AND_{i,t} \quad (5)$$

A equação (3) permite o calcular os parâmetros α_1 , α_2 , α_3 utilizados na equação (2). Esses parâmetros α_1 , α_2 , α_3 obtidos na equação (2) possibilitam o cálculo do valor dos *Accruals* Não Discricionário (AND) utilizados na equação (5) para obter o valor dos *Accruals* Discricionários (AD).

Com as equações (1) a (5) é possível obter os dados necessários, para em conjunto com os demais dados extraídos das demonstrações contábeis (Economática) estabelecer um modelo para medir a relação entre FCL e AD (equação (6)). O modelo utiliza as variáveis identificadas na revisão de literatura, limitadas a possibilidade de obtenção dos dados para análise e observadas às particularidades do Brasil no que tange a mensuração e divulgação das Demonstrações Contábeis.

No modelo proposto a variável responsável para medir se existe relação entre o valor do Fluxo de Caixa Livre em empresa baixa perspectiva de crescimento e o Gerenciamento de Resultado por *accrual* discricionário é a variável EFCL. Essa variável é uma *dummy* composta por duas variáveis *dummies*.

A primeira variável verifica se o valor do FCL (calculado por meio da equação (1)) para uma empresa, dividido pelo ativo do ano anterior é superior ao valor da mediana dos FCL divididos pelo ativo do ano anterior em determinado ano específico. Se o valor do FCL for superior ao valor da mediana a variável *dummy* assume 1 e 0 no caso contrário.

A segunda variável *dummy* é obtida pela razão *Price to Book*. A indução por trás da utilização da razão *Price to Book* é que o mercado identificaria as empresas que apresentariam as maiores perspectivas de crescimento e reconheceria isso pagando pela ação de uma determinada empresa um valor superior ao seu valor contábil.

Dessa forma para capturar as empresas com baixa perspectiva de crescimento para um determinado ano, foi calculado a razão *Price to Book* para as empresas e aquelas observações que ficaram com valor abaixo da mediana (baixa perspectiva de crescimento) assumiam o valor 1 na variável *dummy* e 0 no caso contrário.

A variável EFCL foi obtida multiplicando-se a variável *dummy* FCL pela variável *dummy* *Price to Book*, obtendo-se dessa forma uma variável *dummy* que assume 1 quando há excesso de FCL em empresa com baixa perspectiva de crescimento e 0 nos casos contrários.

Destarte o modelo proposto é derivado dos modelos propostos nos trabalhos de Chung, Firth e Kim (2005) e Bukit e Iskandar (2009). Com exceção das variáveis *dummies* e da variável TAM, as demais variáveis são obtidas pela divisão de determinada conta pelo ativo do ano anterior. Abaixo segue o modelo:

$$AD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EFCL_{i,t} + \beta_2 E_AC_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 END_{i,t} + \beta_5 FC_{i,t} + \beta_6 AB_TA_{i,t} + \beta_7 NM_{i,t} + \beta_8 IFRS_{i,t} + \beta_9 IFRS * EFCL_{i,t} + \varepsilon_t \quad (6)$$

Onde :

$AD_{i,t}$ = *Accruals* discricionários obtidos pela equação 5 em valores nominais (positivo ou negativo conforme o caso).

$EFCL_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume 1, quando o Fluxo de Caixa Livre (eq. 1) da empresa é acima da mediana anual da amostragem e abaixo da mediana da razão *Price to Book* (*proxy* para medir crescimento da empresa) e 0 no caso contrário.

$E_AC_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume 1, quando o percentual de ações ON do maior acionista é acima da mediana anual da amostragem e 0 no caso contrário.

$TAM_{i,t}$ = Log neperiano ativo no ano t da empresa.

$END_{i,t}$ = Endividamento com terceiros dividido pelo Ativo do ano anterior.

$FC_{i,t}$ = É a diferença entre o Fluxo de Caixa da empresa é a mediana anual da amostra divididos pelos ativos totais do ano anterior.

$AB_TA_{i,t}$ = *Accruals* totais (Equação 4) em módulo (valor absoluto) dividido pelo Ativo total dos anos anteriores.

$NM_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume 1, quando a empresa pertence ao segmento Novo Mercado da Bovespa e 0 no caso contrário.

$IFRS_{i,t}$ = Variável *dummy* que assume 1, quando a observação dos dados da empresa pertence aos anos 2010, 2011 e 2012 devido à obrigatoriedade de utilização de IFRS por meio da Instrução 457 da CVM e 0 no caso contrário.

$IFRS * EFCL_{i,t}$ = Variável *dummy* que busca captar interações da influência da adoção do IFRS nas empresas com excesso de fluxo de caixa e 0 no caso contrário.

4 ANÁLISES DE RESULTADOS

Na Tabela 2 demonstra a estatística descritiva do modelo proposto e verifica-se que o valor da médio dos *accruals* discricionários (AD) é positivo.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis do modelo proposto

	AD	EFCL	AB_TA	E_AC	END
Média	0.009923	0.196043	0.097039	0.497302	0.334307
Mediana	0.013435	0.000000	0.061800	0.000000	0.309666
Máximo	1.121412	1.000000	1.865343	1.000000	1.757674
Mínimo	-1.867.502	0.000000	2.23E-05	0.000000	0.000000
Des. Padrão	0.154833	0.397180	0.128987	0.500218	0.251419
Assimetria	-1.727223	1.531263	4.980132	0.010792	1.234152
Curtose	3.052304	3.344765	4.630541	1.000116	6.065052
Probabilidade	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observação	1111	1111	1111	1111	1111

	FC	IFRS	IFRS*EFCL	TAM	NM
Média	0.009244	0.608813	0.110612	14.43138	0.393885
Mediana	0.000000	1.000.000	0.000000	1.441900	0.000000
Máximo	1.114797	1.000000	1.000000	2.033424	1.000000
Mínimo	-0.724736	0.000000	0.000000	8.498418	0.000000
Des. Padrão	0.103935	0.488236	0.313792	1.802644	0.488830
Assimetria	2.020682	-0.445940	2.482946	0.023322	0.434355
Curtose	2.774575	1.198862	7.165018	3.350410	1.188664
Probabilidade	0.000000	0.000000	0.000000	0.055301	0.000000
Observação	1111	1111	1111	1111	1111

Descrição das variáveis:

AD = *Accruals* discricionários

EFCL = Variável dummy que assume 1, quando o FCL da empresa é acima da mediana anual da amostragem e abaixo da mediana da razão Price to Book e 0 no caso contrário.

E_AC = Variável dummy que assume 1, quando o percentual de ações ON do maior acionista da empresa é acima da mediana anual da amostragem e 0 no caso contrário.

TAM = Log neperiano ativo no ano t da empresa.

END = Endividamento com terceiros dividido pelo Ativo do ano anterior.

FC = É a diferença entre o Fluxo de Caixa da empresa é a mediana anual da amostra dividido pelo Ativo do ano anterior.

AB_TA = *Accruals* totais em módulo (valor absoluto) dividido pelo Ativo do ano anterior.

NM = Variável dummy que assume 1, quando a empresa pertence ao segmento Novo Mercado da Bovespa e 0 no caso contrário.

IFRS = Variável dummy que assume 1, quando a observação for dos anos 2010 ao 2012, devido à obrigatoriedade de utilização de IFRS por meio da Instrução 457 da CVM e 0 no caso contrário.

IFRS*EFCL = Variável dummy de interação que busca captar interações da influência da adoção do IFRS nas empresas com excesso de fluxo de caixa e 0 no caso contrário.

Fonte: Dados coletados pelo autor

Para verificar as relações entre as variáveis do modelo proposto (Equação (6)) foi realizado a regressão múltipla que pode ser verificada na Tabela (3).

Tabela 3 - Regressão das variáveis do modelo proposto

Variável Dependente : AD				
Observações: 1111				
Variável Independente	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística T	Probabilidade
C	-0.044783	0.037291	-1.200897	0.2300
EFCL	0.071314	0.016751	4.257337	0.0000
AB_TA	-0.373772	0.035128	-1.064018	0.0000
E_AC	-0.025179	0.009541	-2.638986	0.0084
END	0.012314	0.017849	0.689939	0.4904
FC	-0.035321	0.042159	-0.837821	0.4023
IFRS	-0.017540	0.009971	-1.759041	0.0788
IFRS*EFCL	-0.047296	0.022141	-2.136063	0.0329
TAM	0.006254	0.002532	2.470102	0.0137
NM	0.028794	0.009928	2.900168	0.0038
R ²	0.147751			
R ² Ajustado	0.140785			
Estatística F	21.20849			
Prob. (Est. F)	0.000000			
Descrição das variáveis:				
AD = <i>Accruals</i> discricionários				
EFCL = Variável dummy que assume 1, quando o FCL da empresa é acima da mediana anual da amostragem e abaixo da mediana da razão Price to Book e 0 nos casos contrários.				
E_AC = Variável dummy que assume 1, quando o percentual de ações ON do maior acionista da empresa é acima da mediana anual da amostragem e 0 no caso contrário.				
TAM = Log neperiano ativo no ano t da empresa.				
END = Endividamento com terceiros dividido pelo Ativo do ano anterior.				
FC = É a diferença entre o Fluxo de Caixa da empresa e a mediana anual da amostra dividido pelo Ativo do ano anterior.				
AB_TA = <i>Accruals</i> totais em módulo (valor absoluto) dividido pelo Ativo do ano anterior.				
NM = Variável dummy que assume 1, quando a empresa pertence ao segmento Novo Mercado da Bovespa e 0 no caso contrário.				
IFRS = Variável dummy que assume 1, quando a observação for dos anos 2010 ao 2012, devido à obrigatoriedade de utilização de IFRS por meio da Instrução 457 da CVM e 0 no caso contrário.				
IFRS*EFCL = Variável dummy de interação que busca captar interações da influência da adoção do IFRS nas empresas com excesso de fluxo de caixa.				

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Pela Tabela 3 verifica-se que o coeficiente de EFCL foi positivo e significativo a 1%, indicando a relação entre o valor do FCL e a maior ocorrência de *accruals* discricionários nas empresas com excesso de Fluxo de Caixa Livre e com baixa perspectiva de crescimento. Tal situação foi observada nos trabalhos de Bhundia (2012) e de Chung, Firth e Kim (2005). Para esses autores a ocorrência de excesso de FCL e o gerenciamento dos *accruals* discricionários são mais comuns nas empresas com baixa perspectiva de crescimento, uma vez que as empresas em crescimento tenderiam a usar o fluxo de caixa livre para o investimento em novos meios de produção com objetivo de manter sua rentabilidade (JENSEN, 1986).

Esse resultado é consistente com a Hipótese levantada caracterizando que as empresas com excesso de Fluxo de Caixa Livre e baixa perspectiva de crescimento podem recorrer ao Gerenciamento de Resultado por meio dos *accruals* discricionários para “melhorar” o lucro da empresa.

O coeficiente da variável E_AC foi negativo e significativo a 1% nesse trabalho, mas essa situação não foi observada no trabalho de Chung, Firth e Kim (2005). Dessa forma, concentração acionária promoveria uma redução nas de práticas de Gerenciamento Resultado, conforme previsão teórica.

A variável END não foi significativa, diferente do previsto no trabalho de Jensen (1986) e observado no trabalho de Chung, Firth e Kim (2005). Esses trabalhos indicaram que o endividamento restringiria a prática de Gerenciamento de Resultados por elevar o acompanhamento dos acionistas e dos credores nos números da empresa e diminuir os recursos para o FCL.

A variável FC não foi significativa, diferentemente do observado nos trabalhos de Chung, Firth e Kim (2005) e Bukit e Iskandar (2009). Para esses autores a

relação esperada era negativa, visto que empresas com grandes valores de Fluxo de Caixa tenderiam utilizar os *accruals* discricionários para suavizar o resultado. Isso decorreria do fato que um resultado persistente e suavizado seria mais valorizado pelo mercado (DECHOW, GE e SCHRAND, 2010).

O tamanho da empresa (TAM) foi positivo e significativo a 5%. Esse fato foi semelhante ao observado nos trabalhos de Chung, Firth e Kim (2005) e Becker et al (1998). Conforme esses autores o tamanho da empresa foi utilizado para evitar que esse interfira no erro em função das variáveis não identificáveis e não incluídas no modelo. Destarte, o tamanho da empresa é um fator que deve ser controlado na medição do Gerenciamento de Resultados.

Segundo Becker et al (1998) o coeficiente da variável AB_TA tende a ser negativo em função dos *Accruals* Não Discricionários tenderem a serem negativos devido à depreciação. Como AD positivo reduz o valor em módulo dos *Accruals* Totais (AB_TA), esses seriam negativamente relacionados. Isso pode ser observado na Tabela 4, visto o coeficiente da variável AB_TA ter sido (-0.373772; 0.035128).

A variável NM foi utilizada nesse trabalho como uma *proxy* de atuação da governança corporativa sobre a prática de Gerenciamento de Resultados. Essa apresentou coeficiente positivo e significativo a 1%. Na amostragem a empresa pertencer ao segmento Novo Mercado não contribuiu para a inibição do Gerenciamento de Resultados por meio dos *accruals* discricionários no período estudado. Embora o resultado esperado por se tratar de um mecanismo de melhoria da Governança Corporativa fosse uma relação negativa com os AD conforme verificada no trabalho de Martinez (2009), nesse trabalho a relação foi positiva.

Comparando os resultados nesse trabalho com os de Martinez (2009), embora divergentes, é preciso frisar que Martinez (2009) analisou o período de 1998 a 2005, portando antes da crise de 2008, fato que pode ter contribuído para a divergência dos resultados. Outro fator a ser considerado é que nesse trabalho foi utilizado o modelo de Jones modificado e o *AD* no trabalho de Martinez (2009) foi mensurado pelo modelo KS (1995).

As variáveis IFRS e IFRS*EFCL foram inseridas no modelo, a partir da observação dos resultados da Tabela 7 que procurou medir a relação das variáveis da equação (6) de forma anualizada (as regressões da Tabela 7 não continham a variável IFRS e IFRS*EFCL). A análise dessas duas variáveis será realizada ao interpretar o resultado da Tabela 7.

Barth, Landsman e Wayne (1998) afirmam que a implantação do IFRS promoveria uma melhoria na qualidade da informação contábil do resultado. Esses autores identificaram que empresas de 21 países tiveram redução na ocorrência de Gerenciamento de Resultado após a adoção do IFRS. Dessa forma, esperava-se encontrar um sinal negativo na relação entre IFRS e os *accruals* discricionários.

4.1 DEMAIS ANÁLISES

Quanto ao resultado da variável EFCL, para elevar a confiabilidade do resultado, outras análises foram realizadas. Na Tabela 4 verifica-se que o coeficiente da variável EFCL foi positivo e significativo a 1% em todas as regressões realizadas indicando forte relação positiva com a variável explicada. Outro fato a ser notado é que a variável AB_TA apresentou relação negativa em todas as regressões e foi significativa a 1% em todas. Essa situação também ocorreu para a variável E_AC.

Tabela 4 - Regressão do modelo proposto por variável explicativa

Variável Dependente : AD	Coeficiente								
Variável Independente	P Valor								
C	0.002260	0.038473	0.056704	0.050045	0.049623	0.064948	0.058925	-0.044218	-0.044783
	0.6614	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.2375	0.2300
EFCL	0.039054	0.040675	0.042313	0.043055	0.042816	0.041586	0.071979	0.073009	0.071314
	0.0008	0.0002	0.0001	0.0001	0.0001	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000
AB_TA		-0.376485	-0.376471	-0.381332	-0.380946	-0.392724	-0.400710	-0.376239	-0.373772
		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
E_AC			-0.037344	-0.037018	-0.037162	-0.036943	-0.036333	-0.036980	-0.025179
			0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0084
END				0.020393	0.022877	0.024827	0.024784	0.016979	0.012314
				0.2443	0.1980	0.1616	0.1614	0.3413	0.4904
FC					-0.035502	-0.033973	-0.031442	-0.037245	-0.035321
					0.4046	0.4238	0.4584	0.3787	0.4023
IFRS						-0.024149	-0.013704	-0.015927	-0.017540
						0.0073	0.1705	0.1111	0.0788
IFRS*EFCL							-0.052775	-0.051910	-0.047296
							0.0178	0.0193	0.0329
TAM								0.007261	0.006254
								0.0040	0.0137
NM									0.028794
									0.0038
R ²	0.010043	0.108484	0.123021	0.124096	0.124647	0.130330	0.134751	0.141241	0.147751
R ² Ajustado	0.009151	0.106874	0.120645	0.120928	0.120686	0.125604	0.129260	0.135006	0.140785
Estatística F	1.125104	6.741308	5.176278	3.917387	3.146951	2.757453	2.453975	2.265582	2.120849
Prob. (Est. F)	0.000823	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Para reforçar a atuação da variável EFCL na amostra essa foi dividida em duas subamostras, uma com a variável EFCL = 1 e a outra com EFCL = 0. Na Tabela 5 abaixo, observa-se que o valor da média da variável explicada AD é superior na subamostra EFCL = 1. Na Tabela 6 verifica-se que as médias de AD nas duas subamostras são estatisticamente diferentes. Esse fato reforça a relação positiva entre os AD e a variável EFCL.

Tabela 5 - Estatística Descritiva das subamostras EFCL = 1 e EFCL = 0

	EFCL = 1	EFCL = 0	Amostra Total
	AD	AD	AD
Média	0.041314	0.002260	0.009923
Mediana	0.033383	0.009640	0.013435
Máximo	0.896539	1.121412	1.121412
Mínimo	-0.653207	-1.867.502	-1.867502
Desvio Padrão	0.155548	0.153774	0.154833
Assimetria	1.046967	-2.462340	-1.727223
Curtose	1.033881	3.564032	3.052304
Probabilidade	0.000000	0.000000	0.000000
Observações	218	893	1111

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Tabela 6 - Teste de diferença de Médias da variável dependente AD nas subamostras EFCL = 1 e EFCL= 0

	AD EFCL = 1	AD EFCL = 0
Média	0.041313593	0.002259552
Variância	0.024195093	0.023646446
Observações	218	893
Hipótese da diferença de média	0	
gl	328	
Estatística t	3.330946271	
P(T<=t) uni-caudal	0.000482095	
t crítico uni-caudal	1.649512493	
P(T<=t) bicaudal	0.000964191	
t crítico bicaudal	1.967222827	

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Adicionalmente, visto que por limitação da quantidade de observações, essas foram analisadas de forma conjunta dos anos de 2008 a 2012, para verificar o

comportamento ano a ano, foram realizadas regressões do modelo proposto para cada ano separadamente. Os resultados podem ser vistos na Tabela 7.

Tabela 7 - Regressões do modelo Proposto por ano da amostra

Variável Dependente : AD	2008	2009	2010	2011	2012
Variável Independente	Coeficiente P Valor				
C	-0.102403 0.2557	-0.293541 0.0027	-0.007346 0.9145	0.107178 0.0575	0.068631 0.2077
EFCL	0.084486 0.0018	0.022323 0.4285	0.046632 0.0285	0.004746 0.7674	-0.009336 0.5587
AB_TA	-0.341144 0.0001	0.249032 0.0027	-0.530525 0.0000	-0.873685 0.0000	-0.757328 0.0000
E_AC	-0.042414 0.0783	0.004995 0.8515	-0.032637 0.0578	-0.029847 0.0300	-0.010332 0.4310
END	-0.045857 0.2593	-0.074578 0.1602	0.170864 0.0000	-0.011097 0.6758	0.073419 0.0030
FC	-0.204782 0.0292	0.040591 0.7199	-0.047671 0.5057	0.158659 0.0163	-0.202663 0.0376
TAM	0.011385 0.0658	0.020095 0.0029	0.000594 0.8983	-0.001470 0.6983	-0.002554 0.4778
NM	0.045321 0.0849	0.046661 0.0936	0.035765 0.0484	0.008121 0.5691	0.006511 0.6332
R ²	0.223290	0.080262	0.310619	0.608132	0.370325
R ² Ajustado	0.196897	0.051261	0.289360	0.596843	0.344847
Estatística F	8.460198	2.767589	1.461155	5.387236	1.453498
Prob. (Est. F)	0.000000	0.008902	0.000000	0.000000	0.000000
Observações	214	230	235	251	181

Fonte: Dados coletados pelo autor

Na Tabela 7, verifica-se coeficiente EFCL foi positivo e significativo nos anos de 2008 e 2010. Na Tabela 08 é demonstrado as correlações entre as variáveis por ano da amostra, observa-se correlação positiva em todos os anos e significativo nos anos de 2008 e 2010. Esse fato corrobora com os resultados obtidos na Tabela 3. Portanto esses resultados reforçam que no período avaliado a variável EFCL foi positiva, contribuindo para não rejeição da hipótese H1.

Tabela 8 - Correlação das variáveis por ano de regressão do modelo proposto

Correlação Probabilidade	2008 AD	2009 AD	2010 AD	2011 AD	2012 AD
AD	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000
	-----	-----	-----	-----	-----
EFCL	0.210780 0.0019	0.051996 0.4326	0.117145 0.0731	0.060678 0.3384	0.015785 0.8330
AB_TA	-0.273069 0.0001	0.145599 0.0273	-0.419384 0.0000	-0.765078 0.0000	-0.566005 0.0000
E_AC	-0.197152 0.0038	-0.031822 0.6312	-0.162646 0.0125	-0.130504 0.0388	-0.066287 0.3753
END	-0.168018 0.0139	-0.032918 0.6194	0.212522 0.0010	-0.024525 0.6990	0.104129 0.1630
FC	-0.200148 0.0033	0.038040 0.5660	0.023941 0.7150	0.069468 0.2729	-0.134041 0.0720
TAM	0.121846 0.0753	0.151705 0.0214	0.181479 0.0053	0.182594 0.0037	0.070073 0.3486
NM	0.225276 0.0009	0.107764 0.1031	0.198693 0.0022	0.104018 0.1001	0.129777 0.0816

Fonte: Dados coletados pelo autor

Conforme dito anteriormente, houve a redução gradual do coeficiente da variável EFCL no decorrer dos anos, principalmente a partir de 2010. Após essa constatação, buscou-se identificar se algum fenômeno externo poderia estar

afetando a relação AD x EFCL. Observou-se que a Instrução Normativa 457 da CVM de 2007 instituiu a obrigatoriedade da apresentação das Demonstrações Contábeis no padrão Internacional IASB (*International Accounting Standards Board*) findo o exercício de 2010.

Dessa forma, foram inseridas as variáveis IFRS e IFRS*EFCL no modelo proposto (equação (6)) para verificar se a adoção do IFRS contribuiu de alguma forma para alterar as relações da variável dependente AD e as demais variáveis do modelo proposto. Na tabela 3 pode ser observado que a variável IFRS foi negativa e significativa a 10%, indicando que essa age de forma a reduzir a presença de *accruals* discricionários, conforme sugerido no trabalho de Barth, Landsman e Wayne (1998). A variável IFRS*EFCL foi negativa e significativa a 5%, indicado que a adoção do IFRS agiu como fator limitador da relação EFCL x AD. Portanto a redução do coeficiente da variável EFCL no decorrer dos anos pode ter sido consequência da adoção plena do IFRS no Brasil.

Buscando dar robustez a análise, foram feitas regressões por setores criados a partir dos setores econômicos originais do Economática. Para que essa análise fosse realizada, foi necessário aumentar a quantidade de observações por setor para possibilitar as regressões, motivo pelo qual alguns setores foram aglutinados. A união de setores foi feita de forma que setores unificados apresentassem alguma relação ou que estivessem dentro de uma mesma cadeia produtiva. Os setores criados estão especificados na Tabela 11. Salienta-se que o setor Outros é basicamente composto pelas empresas definidas no Economática no setor Outros acrescido das observações o setor Eletrônicos do referido banco de dados.

Pode-se observar na Tabela 09 que apresenta as regressões por Setor das variáveis do modelo proposto, que o coeficiente da variável EFCL foi positiva em 6

dos 10 setores analisados. Observa-se que houve três relações positivas e significantes. Essas ocorreram nos setores Comércio, Veículos e Químico.

Na Tabela 10 é possível verificar as correlações entre as variáveis nos setores analisados. Pode se verificar que a correlação entre EFCL e AD é positiva em 7 dos 10 setores analisados e que desses, quatro apresentaram correlações positivas e significantes. Os setores positivamente relacionados foram Comércio, Construção Veículo e Químico.

Destarte, consideradas as análises realizadas adicionalmente por ano e por setores do Econômica, mais a análise da amostra como um todo, pode-se afirmar que existe relação positiva entre o Excesso de Fluxo de Caixa Livre nas empresas com baixo potencial de crescimento e o Gerenciamento de Resultados por meio dos *accruals* discricionários na amostra coletada e dentro no período de tempo abrangido por essa amostragem.

Tabela 9 - Regressão do modelo proposto por setores

Setores	Alimentos	Comércio	Construção	Energia	Serviços	Veículo	Siderúrgico	Outros	Químico	Têxtil
Variável	Coeficiente									
Probabilidade	P Valor									
C	0.162934	-0.103633	-0.237105	0.010917	0.207352	-0.108637	0.083676	0.052767	-0.013470	0.017902
	0.0562	0.4856	0.0208	0.9013	0.0025	0.5087	0.0887	0.4156	0.9379	0.8901
EFCL	-0.057766	0.149324	0.012977	-0.001407	-0.025955	0.158581	-0.025576	0.001578	0.132708	0.026728
	0.1315	0.0032	0.6175	0.9639	0.3774	0.0017	0.3717	0.9583	0.0984	0.3647
AB_TA	-1.001128	-0.580733	0.922138	0.918725	-1.007615	-0.705141	-1.058529	-0.410443	-0.099321	-0.920135
	0.0000	0.0080	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.4341	0.0000
E_AC	-0.001096	-0.071453	0.015054	0.014908	0.008949	-0.038601	0.024264	-0.057164	0.025486	0.004448
	0.9633	0.0230	0.4384	0.4482	0.4935	0.1223	0.1354	0.0006	0.6549	0.8197
END	0.102162	0.047351	0.073697	-0.035741	0.017097	0.046553	0.033844	0.023447	0.023790	-0.079062
	0.0179	0.3541	0.1056	0.4003	0.4749	0.2893	0.2244	0.4639	0.8233	0.0543
FC	0.022486	0.127369	-0.045922	-0.281903	-0.033044	-0.185261	0.037542	0.042819	-0.119751	0.110907
	0.8960	0.3030	0.5743	0.0704	0.6341	0.1116	0.4987	0.4391	0.4955	0.3940
TAM	-0.006204	0.010873	0.015343	-0.003133	-0.010034	0.011736	-0.000754	0.001023	0.000867	0.003856
	0.2964	0.3124	0.0397	0.5894	0.0178	0.2967	0.8120	0.8229	0.9324	0.6876
NM	-1.55E-05	-0.027847	0.004659	0.020505	0.018511	-0.008572	-0.019207	-0.018131	0.020003	-0.010846
	0.9995	0.2759	0.8326	0.3825	0.2008	0.7818	0.3119	0.2635	0.7178	0.6425
IFRS	-0.011404	-0.003257	-0.056089	-0.018005	-0.018383	-0.000495	-0.007893	-0.006821	-0.047876	0.062837
	0.6394	0.9056	0.0032	0.2509	0.1545	0.9855	0.6226	0.6782	0.2577	0.0146
IFRS*EFCL	0.052374	-0.031572	0.022303	-0.013043	0.067812	-0.106038	0.011474	-0.013410	-0.081956	-0.055731
	0.3392	0.5754	0.5621	0.7712	0.0834	0.1246	0.7451	0.7222	0.3929	0.1802
R ²	0.658215	0.403622	0.829628	0.603776	0.777417	0.329850	0.900023	0.137656	0.102057	0.797156
R ² Ajustado	0.616077	0.286940	0.812204	0.578663	0.752060	0.241153	0.891843	0.107339	-0.013393	0.774047
Estatística F	1.562049	3.459150	4.761306	2.404256	3.065822	3.718861	1.100276	4.540596	0.883992	3.449579
Prob. (Est. F)	0.000000	0.002489	0.000000	0.000000	0.000000	0.000770	0.000000	0.000015	0.543841	0.000000
Observações	83	56	98	152	89	78	120	266	80	89

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Tabela 10 - Correlação das variáveis nos setores empresariais

Correlação	Alimentos	Comércio	Construção	Energia	Serviços	Veículos	Siderúrgico	Outros	Químico	Têxtil
Probabilidade	AD	AD	AD	AD	AD	AD	AD	AD	AD	AD
AD	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000	1.000000
	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
EFCL	-0.022665	0.439696	0.451256	0.063091	-0.115377	0.224420	0.116999	-0.055602	0.194487	0.100766
	0.8388	0.0007	0.0000	0.4400	0.2816	0.0482	0.2032	0.3664	0.0839	0.3474
AB_TA	-0.779192	-0.340341	0.883652	0.760658	-0.860482	-0.414760	-0.944735	-0.292498	-0.084771	-0.876034
	0.0000	0.0103	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000	0.4547	0.0000
E_AC	0.061349	-0.130724	-0.342717	0.071148	-0.236397	-0.140004	-0.160039	-0.209903	0.090262	-0.036567
	0.5817	0.3369	0.0006	0.3837	0.0257	0.2215	0.0808	0.0006	0.4259	0.7337
END	0.124884	-0.186240	0.336512	-0.063278	-0.018927	-0.115265	0.087635	-0.026108	0.015446	-0.383889
	0.2606	0.1693	0.0007	0.4386	0.8603	0.3149	0.3412	0.6717	0.8918	0.0002
FC	0.023837	0.135133	-0.179433	-0.054804	-0.177790	-0.029291	0.013649	0.013005	-0.088170	-0.002836
	0.8306	0.3207	0.0771	0.5025	0.0955	0.7991	0.8824	0.8328	0.4367	0.9790
TAM	0.162292	-0.079959	0.168070	-0.110315	-0.003950	0.173918	0.294347	0.052190	-0.022432	0.512406
	0.1427	0.5580	0.0981	0.1761	0.9707	0.1278	0.0011	0.3966	0.8434	0.0000
NM	0.270275	0.065915	0.359911	-0.028247	0.274141	0.017545	0.027816	0.065276	-0.060902	0.198838
	0.0135	0.6293	0.0003	0.7298	0.0093	0.8788	0.7630	0.2888	0.5915	0.0618
IFRS	-0.035389	0.130333	-0.426636	-0.184912	0.051397	0.025542	-0.008058	-0.018055	-0.184723	0.238544
	0.7508	0.3384	0.0000	0.0226	0.6324	0.8243	0.9304	0.7694	0.1009	0.0244
IFRS*EFCL	0.144652	0.332279	0.016966	-0.062242	-0.006720	0.107949	0.104316	-0.065059	0.056614	0.169928
	0.1920	0.0123	0.8683	0.4462	0.9502	0.3468	0.2569	0.2904	0.6179	0.1114

Fonte: Dados Coletados pelo autor.

Tabela 11 - Composição dos setores criados a partir dos Setores do Econômica

Nome do Setor	Alimentos	Comércio	Construção	Energia	Serviços	Veículo	Siderúrgico	Outros	Químico	Têxtil
Setores pré-definidos do Econômica abrangidos pelos Setores criados	Agro e Pesca	Comércio	Construção	Energia	Software e dados	Veículos e peças	Mineração	Eletroeletrônicos	Papel e Celulose	Têxtil
	Alimentos e Bebidas				Telecomunicações	Máquinas Industriais	Minerais Não Metálicos		Petróleo e Gás	
					Transporte Serviço		Siderurgia e Metalurgia		Química	

Fonte: Dados coletados pelo autor

Outro ponto a ser levado em consideração é o resultado da variável NM. Para avaliar a consistência dos resultados, foi gerada duas subamostras. A primeira formada pelas observações em que a variável NM = 1 e a segunda que a variável NM = 0. Foi realizada uma regressão do modelo proposto para cada uma das duas subamostras em separado.

Tabela 12 - Regressão das subamostras NM =1 e NM = 0

Variável	NM=1		NM=0	
	Coefficiente	P Valor	Coefficiente	P Valor
C	-0.118303	0.0908	0.027490	0.5361
EFCL	0.072453	0.0012	0.028796	0.1978
AB_TA	0.287037	0.0000	-0.551532	0.0000
E_AC	-0.029443	0.0254	-0.013428	0.2746
END	0.011241	0.6584	-0.008344	0.7185
FC	-0.064210	0.1182	0.063176	0.4274
TAM	0.008916	0.0722	0.002641	0.3677
IFRS	-0.007661	0.5605	-0.019735	0.1357
IFRS*EFCL	-0.066528	0.0289	-0.005769	0.8410
R ²	0.128067		0.243707	
R ² Ajustado	0.111808		0.234595	
Estatística F	7.876318		2.674584	
Prob. (Est. F)	0.000000		0.000000	
Observações	438		673	

Fonte: Dados coletados pelo autor

Verifica-se na Tabela 12 que o coeficiente para a variável EFCL foi positivo e significativo na subamostra NM = 1. Observa-se que na Tabela 13 a correlação na subamostra NM=1 foi positiva e significativa a 1% e maior que a correlação verificada na subamostra NM=0. A Tabela 14 referenda a relação AD x EFCL ser positiva e maior na subamostra NM=1, visto que a média da variável AD nessa subamostra ser superior a média da subamostra com a variável NM=0 e estatisticamente diferentes.

Tabela 13 - Correlação das Subamostras NM =1 e NM = 0

Correlação Probabilidade	Sub Amostra NM=1 AD	Sub Amostra NM=0 AD	Amostra Total AD
AD	1.000000 -----	1.000000 -----	1.000000 -----
EFCL	0.171671 0.0003	0.083961 0.0294	0.100216 0.0008
AB_TA	0.275108 0.0000	-0.483145 0.0000	-0.312396 0.0000
E_AC	-0.121524 0.0109	-0.038224 0.3221	-0.117038 0.0001
END	0.069009 0.1493	-0.065670 0.0887	-0.007811 0.7948
FC	-0.083163 0.0821	0.005444 0.8879	-0.028935 0.3353
TAM	0.035499 0.4587	0.146412 0.0001	0.139615 0.0000
IFRS	-0.124139 0.0093	-0.012275 0.7506	-0.040330 0.1792
IFRS*EFCL	-0.019123 0.6898	0.072868 0.0588	0.036138 0.2288

Fonte: Dados coletados pelo autor

Tabela 14 – Teste da diferença de médias da variável dependente AD nas sub amostras NM=1 e NM=0

	AD NM=1	AD NM=0
Média	0.037609701	-0.008096443
Variância	0.014967661	0.029040296
Observações	438	673
Hipótese da diferença de média	0	
gl	1098	
Estatística t	5.197799396	
P(T<=t) uni-caudal	1.20174E-07	
t crítico uni-caudal	1.646242574	
P(T<=t) bicaudal	2.40348E-07	
t crítico bicaudal	1.962126866	

Fonte: Dados coletados pelo autor

Uma possível explicação para o fato que as empresas aderentes ao Novo Mercado apresentem maior ocorrência de *accruals* discricionários positivos pode ser motivada pela maior pluralidade de acionistas em virtude da exigência de um percentual mínimo de ações em circulação. Essa pluralidade de acionistas pode elevar os níveis de assimetria de informação o que pode ter gerado a possibilidade ou a oportunidade de maior utilização de *accruals* discricionários.

5 CONCLUSÃO

Esse trabalho procurou verificar no contexto do Brasil se uma empresa com excesso de fluxo de caixa livre (FCL) e baixa perspectiva de crescimento tem maior tendência a manipular seu resultado para aumentar o lucro. Os trabalhos de Bhundia (2012) e Chung, Firth e Kim (2005) já haviam estudado esses fenômenos no contexto de mercados internacionais. Tal como estudos nesses mercados financeiros, existe no Brasil uma relação positiva entre o valor do FCL nas empresas com baixa perspectiva de crescimento e a ocorrência de gerenciamento por *accruals* discricionários nas empresas negociadas na Bovespa. O Quadro 1 apresenta um resumo dos principais resultados da pesquisa.

Quadro 1 - Resumo dos principais resultados observados

Principais pontos observados	Resultados Encontrados
Fluxo de Caixa Livre	Foi verificado que o Fluxo de Caixa Livre nas empresas com baixa expectativa de crescimento é um fator que contribui com o Gerenciamento de Resultado, conforme observado nos trabalhos de Bhundia (2012) e Chung, Firth e Kim (2005). Esse resultado indica que uma empresa com excesso de fluxo de caixa livre e baixa perspectiva de crescimento estará mais propensa a gerenciar o resultado e a reter os recursos ao invés de distribuir dividendos (Jensen, 1986).
Concentração Acionária	Foi verificado que a concentração acionária é um fator que restringe a ocorrência de Gerenciamento de Resultado por meio de <i>accruals</i> discricionários.
IFRS	A adoção plena do IFRS no Brasil, a partir dos anos de 2010 (Instrução CVM 457 de 2007), inibiu a ocorrência do Gerenciamento de Resultados. Esse resultado foi semelhante ao observado no trabalho de Barth, Landsman e Wayne (1998).
IFRS*EFCL	A interação do IFRS e o Fluxo de Caixa Livre apresentou relação negativa. No caso, o IFRS modera o incentivo da ação do fluxo de caixa livre ao Gerenciamento de Resultado por <i>accruals</i> discricionários.
Novo Mercado	O fato de uma empresa pertencer ao segmento do Novo Mercado da Bovespa não representa um fator que iniba a ocorrência de Gerenciamento de Resultado na amostra desse trabalho, diferente do observado no trabalho de Martinez (2009), que estuda os efeitos até 2005.

Fonte: Dados coletados pelo autor

Esse resultado corrobora com a teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) que indica que os gestores tenderiam a tomar ações para manter o maior valor possível de recursos disponíveis sob seu controle, criando assim conflito de interesse com os acionistas que desejam transformar esses recursos em dividendos.

O tamanho como observado no trabalho de Chung, Firth e Kim (2005) apresentou-se como fator que eleva a possibilidade de gerenciamento de resultados, indicando que quanto maior a empresa, maior a possibilidade de manipulação dos *accruals* uma vez que essa empresa teria maior capacidade geração de *accruals*.

A Concentração Acionária mostrou-se como fator que restringe a ocorrência gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionário. Essa situação indica que o acionista majoritário não teria interesse em gerenciar o lucro para cima, visto que a manutenção dos recursos na empresa maximizaria sua riqueza pessoal.

O Fluxo de Caixa não foi significativo diferentemente do observado no trabalho de (Chung, Firth e Kim, 2005). O Endividamento, diferentemente do previsto no trabalho de Jensen (1986) e obtido por Chung, Firth e Kim (2005), também não foi significativo.

Nesse trabalho o fato de uma empresa pertencer ao segmento Novo Mercado indicou que essas empresas tenderiam a gerenciar seu resultado para cima, diferente do observado no trabalho de Martinez (2009) que foi anterior à crise de 2008 e excluiu também a recente popularização do Novo Mercado. Esse trabalho foi posterior à crise econômica, portanto essa pode ter influenciado o resultado.

A adoção do IFRS após sua plena implantação a partir do ano de 2010, contribuiu para a redução da utilização de *accruals* discricionários positivos e no período pós IFRS há evidências que na presença de excesso de Fluxo de Caixa

Livre o IFRS atua de forma a inibir a ação do FCL na utilização de *accruals* discricionários para o Gerenciamento de Resultado.

Há outras implicações importantes sobre a análise dos resultados. O FCL passa a ser uma variável relevante a ser observada para verificar a prática de Gerenciamento de Resultado, principalmente nas empresas com baixas expectativas de crescimento, pois os gestores dessas empresas tenderiam a utilizar o gerenciamento para não reportar reduções do lucro e manter os recursos excedentes na própria empresa, ao invés de distribuí-los aos acionistas.

Outro fator importante é o indicativo que o IFRS contribuiu para uma melhoria na qualidade da informação do lucro, ressaltando a importância da adoção no Brasil do padrão internacional de contabilidade e auxiliando na redução da Assimetria Informacional entre os detentores da informação e o Mercado.

Dessa forma o estudo contribui com incremento do conhecimento vigente do Gerenciamento de Resultados por meio dos *Accruals* discricionários e sua relação do Fluxo de Caixa Livre. Possibilitou um novo olhar sobre a adoção do IFRS, apontando resultados relevantes quanto à qualidade da Informação Contábil e sugeriu outros fatores que podem contribuir/restringir a ocorrência de Gerenciamento de Resultados no Brasil. Isso pode gerar outras oportunidades de pesquisa como verificar se a qualidade de auditoria e outras práticas de Governança Corporativa restringem o Gerenciamento de Resultado. Além disso, uma análise com horizonte de tempo maior poderia atestar melhor o comportamento do Gerenciamento de Resultados nas empresas adeptas do Novo Mercado.

6 REFERÊNCIAS

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark H. International Accounting Standards and accounting quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.

BECKER, C. L., DEFOND, M. L., JIAMBALVO, J., & SUBRAMANYAM, K. R. The Effect of Audit Quality on Earnings Management*. **Contemporary Accounting Research**, 15.1, 1998.

BHUNDIA, Amalendu. A COMPARATIVE STUDY BETWEEN FREE CASH FLOWS AND EARNINGS MANAGEMENT. **Business Intelligence Journal**, 5.1, 2012.

BUKIT, R.; ISKANDAR, TAKIAH MOHD. Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee. International **Journal of Economics and Management**, 3.1: 204-223, 2009.

CHUNG, Richard; FIRTH, Michael; KIM, Jeong-Bon. Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. **Journal of Business Research**, 58.6: 766-776, 2005.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. Accounting choice in troubled companies. **Journal of Accounting and Economics**, 17.1: 113-143, 1994.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Iliia D. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59, 2002.

DECHOW, Patricia M.; RICHARDSON, Scott A.; TUNA, Irem. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. **Review of Accounting Studies**, v. 8, n. 2, p. 355-384, 2003.

DECHOW, Patricia M.; GE, Weili. The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. **Review of Accounting Studies**, v. 11, n. 2, p. 253-296, 2006.

DECHOW, Patricia; GE, Weili; SCHRAND, Catherine. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 344-401, 2010.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, 193-225, 1995.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. **Contemporary Accounting Research**, 13.1: 1-36, 1996.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

- HOUGE, Todd; LOUGHRAN, Tim. Cash flow is king? Cognitive errors by investors. **The Journal of Psychology and Financial Markets**, v. 1, n. 3-4, p. 161-175, 2000.
- JENSEN, Michael. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, 76.2, 1986.
- JENSEN, Michael C. Agency Costs of Overvalued Equity. **Financial Management**, p. 5-19, 2005.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3.4: 305-360, 1976.
- JIRAPORN, P., MILLER, G. A., YOON, S. S., & KIM, Y. S. Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. **International Review of Financial Analysis**, 17.3: 622-634, 2008.
- JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, 193-228, 1991.
- LEHN, Kenneth; POULSEN, Annette. Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. **The Journal of Finance**, 771-787, 1989.
- MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **R. Cont. Fin. USP São Paulo**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.
- MARTINEZ, A. L. Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil. In: **9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: USP**. 2009.
- MOBILIARIOS, COMISSÃO VALORES. Instrução CVM nº 457. **Brasília: CVM**, 2007.
- OPLER, Tim; TITMAN, Sheridan. The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. **The Journal of Finance**, 48.5:1985-1999, 1993.
- RICHARDSON, Scott. Over-investment of free cash flow. **Review of Accounting Studies**, 11.2: 159-189, 2006.
- RICHARDSON, Vernon J. Information asymmetry and earnings management: Some evidence. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 15, n. 4, p. 325-347, 2000.
- SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.
- SUBRAMANYAM, K. R. The pricing of discretionary accruals. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 249-281, 1996.

TSUI, Judy SL; JAGGI, Bikki; GUL, Ferdinand A. CEO domination, growth opportunities, and their impact on audit fees. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 16.3: 189-208, 2001.