

ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS E PREVISÕES OTIMISTAS DOS ANALISTAS: INCENTIVOS E CONSEQUÊNCIAS

Paulo Victor Gomes Novaes

Professor da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 314,
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas – Campus Goiabeiras
Telefone: 27 99708-7790 CEP: 29075-910 – Vitória/ES - Brasil – pvgnovaes@hotmail.com

Pedro Borges Junior

Mestrando da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 314,
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas – Campus Goiabeiras
Telefone: 27 98847-1146 CEP: 29075-910 – Vitória/ES - Brasil –
pedro.borges.junior@outlook.com

José Elias Feres de Almeida

Professor da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 314,
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas – Campus Goiabeiras
Telefone: 27 99224-8737 CEP: 29075-910 – Vitória/ES - Brasil – feresdealmeida@gmail.com

Patricia Maria Bortolon

Professora da Universidade Federal do Espírito Santo. Endereço: Av. Fernando Ferrari, 314,
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas – Campus Goiabeiras
Telefone: 27 99224-8737 CEP: 29075-910 – Vitória/ES - Brasil – p.m.bortolon@gmail.com

RESUMO

O objetivo do estudo é analisar a relação de incentivo entre previsões otimistas de analistas de mercado e o maior exercício da prática de gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Para isso, adotou-se o modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), devido à relação positiva entre bom desempenho e baixa complexidade. A amostra é composta por um conjunto de dados em painel desbalanceado, correspondente ao período de 2008 a 2013, composto de 100 empresas de capital aberto, com ações negociadas na BMF&Bovespa e que tiveram todas as variáveis utilizadas no modelo, perfazendo o montante de 597 empresa-ano. Foram selecionadas empresas que foram acompanhadas por pelo menos um analista de mercado em cada ano. As variáveis econômico-financeiras foram coletas por meio do banco de dados do Economatica®, enquanto as informações de previsões e erros dos analistas foram obtidas por meio do sistema Thomson ONE Analytics®. Para cada modelo, foram rodadas regressões sob a abordagem POLS com erros-padrão *clusterizados* por empresa e por setor, e comparados ao método sob a abordagem dos efeitos fixos. A regressão do modelo 1 buscou verificar a influência das previsões otimistas do ano anterior na utilização dos *accruals* discricionários, ao passo que a segunda procurou explicar se o gerenciamento dos resultados no ano corrente diminuiu o erro das previsões, fazendo supor que a manipulação seria no mesmo sentido das previsões. Os resultados indicam que o fato da empresa não ter atingido à expectativa do mercado no ano anterior incentiva à utilização de *accruals* discricionários no ano seguinte. Contudo, não é possível afirmar que tal utilização faz com que a empresa se aproxime das expectativas de mercado no ano seguinte.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; *accruals* discricionários; previsão de analistas.

Área temática do evento: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais (MFC).

1 INTRODUÇÃO

Os analistas têm a difícil tarefa de prever quais serão os investimentos que trarão os melhores resultados. Para isso, se cercam de parâmetros e se comunicam com as companhias a fim de extrair informações úteis para a produção de seus relatórios e emitir opiniões. Porém, nem as taxas de crescimento passadas nem o rendimento das ações são boas referências para prever as taxas futuras (Cragg e Malkiel, 1968).

As previsões dos analistas têm impacto nas decisões de gerenciamentos de resultados das empresas, todavia, eles são incapazes ou desmotivados a prever completamente os resultados das empresas. (Abarbanell e Lehavy, 2003) encontraram evidências de correspondência entre manipulações extremamente redutores de resultados e erros de previsões extremamente negativas. Portanto, a ocorrência simultânea desses eventos diminui em favor de recomendações exageradas de ações.

Numa análise das surpresas dos analistas (definida como a diferença entre a última revisão dos analistas e o resultado divulgado pelas empresas), Martinez (2004) descobriu que os investidores brasileiros reagem às surpresas, sendo que penalizam as empresas antecipadamente quando já esperam más notícias. Anos mais tarde, ele investigou se as empresas brasileiras gerenciam seus resultados para atender às demandas do mercado de capitais utilizando as métricas para *accruals* discricionários (Martinez, 2009).

Empresas com lucros antes de gerenciar os *accruals* estão mais propensas a usar os *accruals* para atingir as metas dos especialistas e os benchmarks de resultados de períodos anteriores (Barua e Moffitti, 2006). Athanasakou e Walker (2009) encontram evidências de que, no Reino Unido, as empresas estão mais inclinadas a direcionar as previsões do que gerenciar os *accruals*. Entre as alternativas de análise de dados contábeis para se verificar a ocorrência de gerenciamento de resultados para se atingir as previsões dos analistas, Comprix e Stanford (2003) investigaram se as empresas gerenciam resultados parciais do ano ajustando as despesas operacionais. Seus resultados levam à conclusão de que há gerenciamento nessas contas com o intuito de se atingir ou superar as expectativas dos analistas.

As empresas que tendem a somente alcançar as metas dos analistas o fazem por não terem mais reservas de *accruals* contábeis para superar o consenso dos analistas, ou ainda o fazem porque os custos para gerenciar os resultados até o consenso já lhes são demasiadamente altos e excedem os benefícios de superar as expectativas dos analistas (Lee, 2007).

Almeida, Lopes e Corrar (2011) encontraram evidências de que as empresas brasileiras de capital aberto com índice *Market-to-book* superior a 1 são mais incentivadas a gerenciar os resultados. Martinez (2009), por sua vez, encontrou relação negativa entre o número de analista e a magnitude dos *accruals* e os erros de previsão discricionários, o que inibe a prática de gerenciamento de resultados e aumenta a precisão do consenso dos analistas.

Os analistas reagem mal às empresas que alcançam ou minimamente superam suas expectativas, pois percebem isso como um sinal de manipulação de resultados (Keung, Lin e Shih, 2010). Eles também verificaram que a relação entre as surpresas futuras e as atuais é negativa somente para empresas que atingem ou superam muito pouco os resultados esperados; preveem a ocorrência de gerenciamento de resultados e se utilizam disso para ajustar suas previsões futuras e ficam motivados a fazer previsões otimistas quando o gerenciamento é para maior. Porém, conforme Givoly, Hayn e Yoder (2011), os desempenhos posteriores das empresas não sustentam o otimismo.

Desta forma, este estudo se propõe a responder a seguinte questão: **Qual é a relação entre previsões otimistas dos analistas de mercado em um período e o gerenciamento do resultado na direção do atingimento da expectativa do mercado para ano seguinte?**

Assim, o objetivo do estudo é analisar a relação entre previsões otimistas de analistas de mercado e investidores com o maior nível de gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Previsões otimistas são também chamadas de surpresas negativas, pois

só é possível classificar uma previsão como otimista depois que a empresa divulga seu resultado (lucro por ação) e, então, se constata se a surpresa foi positiva (previsão pessimista) ou negativa (previsão otimista).

Os resultados indicam que o fato da empresa não ter atingido à expectativa do mercado no ano anterior incentiva à utilização de *accruals* discricionários no ano seguinte. Contudo, não é possível afirmar que tal utilização faz com que a empresa se aproxime das expectativas de mercado no ano seguinte.

Este estudo contribui não só para a literatura a respeito de gerenciamento de resultados e previsões de analistas, mas também para o mercado de capitais brasileiro, demonstrando se os analistas, em geral, são mais precisos no período em análise. E ainda, se é viável ou não se basear nas opiniões dos analistas para decidir sobre manipular resultados. Com isso, para melhor conduzir o entendimento, o artigo está organizado nesta sequência: Introdução, Referencial teórico, Metodologia, Discussão dos resultados e Conclusão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1 Contabilidade e previsões de analistas

A abordagem positiva da contabilidade comprovou que a ciência passou a assumir um posto de fornecedora de informações que auxiliava não só as decisões internas, mas também dava suporte para projeções de lucro e previsões de preço de ações. Com isso, surgiu uma expectativa ao redor da estreita relação entre a contabilidade e os analistas de mercado, isto é, profissionais que aplicam seus conhecimentos técnicos no intuito de realizar recomendações de compra, manutenção e venda, bem como fazer previsões sobre o resultado de uma empresa em um período determinado (Cragg e Malkiel, 1968).

As empresas, por outro lado, não esperam até o final do ano para alcançar ou superar as expectativas dos analistas, esse jogo é contínuo, de modo que os retornos anormais por trimestre estão positivamente associados com as surpresas positivas em relação ao erro de previsão dos analistas (Bartov, Gul e Tsui 2001). Não obstante, prever quanto uma empresa auferirá de lucro não é uma tarefa fácil, considerando a complexidade do mercado e a diversidade de ações que as empresas tomam diariamente visando manterem-se vivas e atuantes no mundo dos negócios (Martinez, 2001).

2.2 Accruals discricionários

Barua et al. (2006) estudaram se empresas que apresentam folgas de *accrual* para gerenciar depois dos lucros estão mais inclinadas a gerenciar resultados para atingir as expectativas dos analistas do que empresas que possuem folgas depois do prejuízo. Descobriram que as empresas com folgas depois dos lucros estão mais propensas a ter resultados pré-gerenciados abaixo de benchmarks de períodos anteriores e resultados reais acima desses benchmarks, independente de se o benchmark é de período anterior ou resultado de previsões dos analistas.

As empresas se utilizam de outras formas de gerenciamento de resultados, conforme Athanasakou et al. (2007, p.14):

"As both managers and analysts tend to exclude non-recurring items from core earnings, classification shifting of core expenses or losses to non-recurring items after the end of the accounting period and before the announcement of the results could increase the probability of hitting the final forecast."

Desse modo, elas direcionam as previsões dos analistas e, por conseguinte, atingem as expectativas dos analistas. No Reino Unido, as empresas não se utilizam de *accruals* de capital de giro anormais para atender às expectativas dos analistas (Athanasakou et al., 2009).

Como algumas companhias recebem atenção maior de analistas do que outras—mensurado pelo número de analistas que acompanham a firma—, espera-se que a precisão na previsão dos analistas aumente à medida que o número de olhos sobre a empresa cresça. Ainda,

sobre o número de analistas que acompanha uma empresa, também se reconhece a função de monitores que os analistas exercem sobre elas, limitando as tentativas de gerenciamento dos resultados (Martinez 2009).

A expectativa dos analistas constitui um incentivo para o gerenciamento de resultados, que pode ser feito por meio dos *accruals* discricionários que a companhia tem disponível. Se a expectativa dos analistas ficou além do que o resultado evidenciado pela empresa, espera-se que a empresa se utilize dos *accruals* para evidenciar um resultado que se aproxime daquele previsto pelos analistas. Nesse contexto, este estudo apresenta a primeira hipótese:

H₁: A utilização dos accruals discricionários aumenta dado que no ano anterior o resultado da empresa ficou abaixo da expectativa dos analistas.

2.3 Gerenciamento de resultados e previsões de analistas

Na linha de pesquisa referente às contas de resultado que são mais propensas a serem utilizadas para gerenciamento, Plummer e Mest (2001) evidenciam que as receitas de vendas e as despesas operacionais são as mais usadas no gerenciamento. Dessa forma, empresas classificadas para compra gerenciam os resultados para cima, ao contrário das empresas classificadas para venda.

Matsumoto (2002) estudou quais seriam os incentivos para os gestores evitarem as surpresas negativas, pois embora a literatura explore exaustivamente o gerenciamento de resultados como ferramenta para atender as metas de resultados, pouco se estuda sobre o direcionamento das previsões dos analistas. Especificamente, se os analistas não antecipam completamente, em suas previsões, os efeitos de gerenciamento de resultados das empresas, haverá associação entre o gerenciamento de resultados daquela empresa e o sinal e a magnitude dos erros de previsão dos analisas.

É esperado que o erro dos analistas aumente ou diminua em função da sensibilidade *ex ante* do preço das ações às notícias de resultados. Existem variáveis de mercado *ex ante* (modelo de Jones modificado) que conseguem prever tanto o sinal quanto a magnitude do gerenciamento de resultados da empresa e do erro de previsão dos analistas (Abarbanell & Lehavy, 2003).

Os analistas fazem uma previsão no início do ano e depois fazem correções, ajustes ou reforçam suas previsões ao longo do ano até a data da publicação do resultado pela empresa analisada. A surpresa ocorre quando a empresa divulga um resultado diferente daquele previsto pelos analistas (e, conseqüentemente, esperado pelo mercado). Surpresas positivas—divulgações que superam as expectativas—são premiadas com aumento do valor da ação; já as surpresas negativas, aquelas divulgações de resultado que são inferiores ao esperado, provocam decréscimo no valor da ação. Essa diferença constitui o erro de previsão dos analistas. Portanto, o lucro contábil é relevante para os investidores e o mercado premia as empresas que superam positivamente as previsões dos analistas (Martinez, 2004).

Além disso, os gestores das empresas têm interesse em aumentar sua remuneração e o valor de suas opções de ações. Porém, eles podem adotar a estratégia de gerenciar os resultados para baixo e manipular as previsões dos analistas e, no momento oportuno, apresentar um resultado que supera as expectativas dos analistas “gerenciadas” para baixo. Por fim, as empresas que constantemente superam as previsões são reconhecidas pelo mercado e tem suas ações valorizadas (Lee, 2007).

Além disso, as empresas tendem a gerenciar seus resultados para atender a três objetivos: diminuir a possibilidade de divulgar perdas, manter o desempenho atual ou, se for o caso, tornar o resultado o pior possível (*big bath*) para não prejudicar os resultados posteriores (Martinez, 2009).

Quanto maior a experiência do analista, pior é sua acurácia na previsão (exceto para empresas acompanhadas há vários anos), que não tem relação significativa com o tamanho da carteira de empresas e a diversificação de setores cobertos. Mesmo assim, as evidências

mostram que os analistas das corretoras brasileiras são tão precisos quanto os das corretoras estrangeiras, e o desempenho anterior explica consideravelmente o desempenho futuro do analista (Martinez, 2009).

Se a previsão dos analistas funcionar como um termômetro para o caminho que os resultados evidenciados pela companhia devem seguir, seja para além ou aquém do resultado real, espera-se que o gerenciamento de resultados ocorra indo ao encontro daquele valor previsto pelos analistas, com a intenção de diminuir o efeito surpresa. Conforme a discussão proposta e como forma de verificar a hipótese 1, a segunda hipótese do trabalho visa testar se:

H₂: A manipulação dos resultados acontece na direção das previsões.

3 METODOLOGIA

O estudo se propõe a analisar a influência das previsões otimistas na prática de gerenciamento de resultado, aproximada pela utilização dos *accruals* discricionários. Para isso, adotou-se o modelo de Jones Modificado, proposto por (Dechow et al., 1995), sugerindo o tratamento das contas recebíveis (Ronen e Yaari, 2008).

O modelo escolhido para a execução deste estudo é o mais propagado na literatura, devido à relação positiva entre bom desempenho e baixa complexidade (Kothari, 2001). Este prevalece em relação ao de Jones (1991) pelo fato dele ser menos suscetível ao erro do tipo II, isto é, não rejeitar a hipótese nula de que a empresa gerencia resultado quando isso, na verdade, deveria ser rejeitado (Ronen e Yaari, 2008).

3.1 Seleção da amostra

A amostra utilizada no estudo consiste em um conjunto de dados em painel, correspondente ao período de 2008 a 2013, composto de 100 empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bovespa e que tiveram disponíveis todas as variáveis utilizadas nos modelos, mas não necessariamente para todos os anos, perfazendo o montante de 597 empresa-ano, o que configura um painel desbalanceado.

Cabe ressaltar que amostra ficou também restrita às empresas que foram seguidas por pelo menos um analista de mercado. As variáveis econômico-financeiras foram coletas por meio do banco de dados do Economática®, enquanto as informações de previsões e erros dos analistas foram obtidas por meio do sistema Thomson ONE Analytics®.

3.2 Variável dependente

O modelo Jones Modificado utiliza os resíduos do modelo de regressão dos *accrual* totais e tem como proposta captar os *accruals* anormais, que representam as escolhas dos gestores no intuito de deslocar o resultado para atingir determinados interesses (Almeida e Brandrão, 2009; Dechow et al., 1995; Ronen e Yaari, 2008). E a construção da variável acontece da seguinte forma:

$$ACT_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta STD_{i,t} - DEP_{i,t}) / AT_{t-1}$$

Em que: **ACT_{i,t}** = *Accruals* totais da firma i no período t; **ΔCA_{i,t}** = Variação no ativo circulante da firma i no período t; **ΔCash_{i,t}** = Variação em caixa e equivalentes da firma i no período t; **ΔCL_{i,t}** = Variação em passivo circulante da firma i no período t; **ΔSTD_{i,t}** = Variação em financiamento de curto prazo no passivo circulante da firma i no período t; **DEP_{i,t}** = Depreciação e amortização da firma i no período t; **AT_{t-1}** = Ativo total em t-1 da firma i no período anterior.

Com isso, o modelo Jones Modificado, por meio do qual o estudo pretende capturar a utilização da discricionariedade dos gestores é o seguinte:

$$ACT_{i,t} = \alpha_1 (1/AT_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REC - \Delta CREC) / AT_{t-1} + \alpha_3 (PPE/AT_{t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que: **ACT_{i,t}** = *Accruals* totais da firma i no período t; **ΔREC_{i,t}** = Variação da receita da firma i no período t; **ΔCREC_{i,t}** = Variação de contas a receber da firma i no período t; **PPE_{i,t}**

= Permanente ou imobilizado da firma i no período t ; e AT_{t-1} = Ativo total da empresa i no período anterior.

3.3 Variáveis explicativas

Baseados inicialmente na proposta levantada por (Beaver, Lambert e Dale, 1980), que testou a influência do preço da ação nos lucros contábeis, contrariando o viés dos estudos da época, este modelo testará a influência do não atingimento do consenso dos analistas de mercado na utilização dos *accruals* discricionários. Com isso, testar-se-ão as variáveis:

VARIÁVEL	SINTAXE	AUTORES
ERRO _{it-1}	$Err\ Prev = \frac{LPA_{real} - LPA_{prev}}{ LPA_{real} }$	(Dalmácio et al., 2013; Martinez, 2004; Saito e Villalobos, 2008)
DOTIM _{it-1}	Variável <i>Dummy</i> de Otimismo (1 para previsão acima do realizado; e 0, caso contrário)	(Dalmácio et al., 2013)
DOTIM*ERRO _{it-1}	Interação da variável <i>dummy</i> de otimismo de previsão com a magnitude do erro.	(Martinez, 2007)

Quadro 1: Variáveis explicativas de interesse

A variável ERRO_{it-1} não será incluída diretamente no modelo pelo fato de que a variável de interesse é oriunda majoritariamente dela. Desta forma, a inclusão das duas variáveis juntas aumentaria as chances de ferir a premissa de ausência de colinearidade perfeita entre os regressores.

3.4 Variáveis de controle

As variáveis de controle têm um papel mais do que exploratório em uma função de regressão. Segundo (Fávero et al., 2009), elas servem para isolar o efeito dos coeficientes das variáveis de interesse sobre a variável dependente (*accruals* discricionários). Desta forma, serão testadas as seguintes variáveis de controle:

- QANALIST - Representa a quantidade de analistas que acompanham a empresa i no tempo t . As evidências empíricas apontam para uma relação negativa entre a maior cobertura da empresa e gerenciamento de resultados (Martinez, 2009; Saito et al., 2008);
- DESVP_ERRO – Diz respeito a uma medida de risco, isto é, quanto os analistas divergem entre si sobre a previsão de uma empresa. Espera-se que a maior volatilidade das previsões tenha impacto positivo, dada a relação de mesmo sinal para acurácia das previsões (Saito et al., 2008);
- ENDIVIDAMENTO – Representa a participação de capital de terceiros no financiamento de seus ativos. Espera-se observar uma relação negativa, tendo em vista a maior complexidade nos contratos, envolvendo taxas de juros, fornecedores e credores por empréstimo (Saito et al., 2008). Com isso, menor será influência dos números contábeis nas previsões e, naturalmente, menor também será a resposta em manipulação dos *accruals* do período seguinte.
- TAMANHO – Representado pelo logaritmo do Ativo Total da empresa i no tempo t , espera-se que empresas maiores manipulem menos o seu resultado, considerando a maior complexidade dos contratos e maior necessidade de transparência junto às partes relacionadas (Dalmácio et al., 2013).

3.5 Modelos

No intuito de atingir o objetivo de investigar a influência do não atingimento do consenso dos analistas (no ano anterior) sobre a utilização de *accruals* discricionários, manipulando o resultado no sentido das previsões, foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel sob a abordagem *pooled*. O primeiro modelo utiliza os termos de erro da regressão dos *accruals* totais, confrontando-se com as variáveis explicativas citadas, e pode ser expresso pela equação 1 abaixo:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DOTIM_{it-1} + \beta_2 (DOTIMERRO_{it-1}) + \sum_j^k \beta_j VC_{it}^j + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que: AD_{it} = *Accruals* Discricionários da empresa *i* no ano *t*; $DOTIM_{it-1}$ = Variável *dummy* que captura a previsão consensual otimista para o ano anterior; $DOTIMERRO_{it-1}$ = Interação da variável *dummy* de otimismo com a magnitude do erro na empresa *i* no ano *t-1*; e $\sum_j^k \beta_j VC_{it}^j$ = Representa o conjunto de variáveis de controle levantadas pela literatura, que objetivam o isolamento do efeito das variáveis de interesse sobre a variável dependente.

Com isso, espera-se que os coeficientes β_1 e β_2 sejam positivos e significativos, atendendo a **hipótese 1**, indicando que a utilização dos *accruals* discricionários aumenta dado que no ano anterior o resultado da empresa ficou abaixo da expectativa dos analistas.

No intuito de atender a **hipótese 2** deste estudo, isto é, que o gerenciamento dos resultados acontece na direção das previsões, o modelo foi invertido para capturar a influência da utilização dos *accruals* discricionários na variabilidade do erro, conforme a equação 2, abaixo:

$$ERRO_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 AD_{it} + \gamma_2 DOTIM_{it-1} + \gamma_3 (DOTIMERRO_{it-1}) + \sum_j^k \gamma_j VC_{it}^j + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: $ERRO_{it}$ é a variável dependente que representa a magnitude do erro no ano corrente. Desta forma, a variável explicativa AD_{it} (*Accruals* Discricionários) buscará explicar se o erro diminuirá com o aumento do gerenciamento de resultados (H2). Incluem-se também na relação das variáveis explicativas o erro no ano anterior e as outras variáveis já comentadas acima, para captar alguma tendência errática ou tentativa de recuperar o erro de previsão do ano anterior (Martinez, 2007). Portanto, espera-se que o coeficiente γ_1 seja negativo e significativo.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva e correlação de pearson

Com base nos procedimentos descritos na metodologia e a partir dos dados coletados de suas respectivas fontes, a tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos.

Tabela 1 Estatística Descritiva

Variáveis	N	Média	Mediana	Desv.Pad	Curtose	Assimetria	Min	Max
AD	527	6.82E-18	0.0034	0.1491	6.9032	0.1748	0.6954	0.7319
ADABS	527	0.1049	0.0730	0.1058	10.9566	2.3549	8.18E-06	0.7319
ERROPREV_T-1	527	1.90E-07	0.0209	0.0827	64.6999	-7.0345	-0.9664	0.0336
ERROPREV	527	5.69E-07	0.0187	0.0706	85.3310	-7.7473	-0.9682	0.0318
QANALIST	527	11.4345	12.0000	5.5031	1.8692	-0.0213	1.0000	24.0000
DESVIO_T	527	0.8153	0.8165	0.2590	5.5795	0.0209	0.0000	2.1213
ENDIV_T	527	2.6542	1.4175	10.1039	426.5126	19.7425	0.1773	222.3871
MTB_T	527	3.0172	1.4025	11.7953	374.6643	18.3039	0.0415	250.6582
TAM	527	22.5669	22.4627	1.4618	3.3869	0.5642	19.4833	27.3278

Em que: **QANALISTAS_t** é o número de analistas que acompanharam a empresa *i* no tempo *t*; **ERROPREV_{t-1}** representa o erro da previsão da média dos analistas no ano anterior; **DOTIMERRO_{t-1}** é a interação de uma dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) com a magnitude do erro das previsões do ano anterior; **ERROPREV_t** é o erro da média das previsões no ano corrente; **DESVIO_t** diz respeito à variabilidade das previsões no ano corrente; **ENDIV_t** apresenta o endividamento da empresa no tempo *t*, medido pela razão entre as dívidas de curto e longo prazo e o ativo total; **TAM** representa o tamanho da empresa, aproximado pelo logaritmo natural do ativo total; **AD** representa os *accruals* discricionários; e **ADABS** representa os valores absolutos dos *accruals* discricionários.

As variáveis de Erros de previsão foram winsorizadas a 2% em cada cauda. Com base na tabela 1, é possível observar os desvios-padrão das variáveis ERROPREV e ERROPREV_{t-1} indicando que, em média, os analistas reduziram a magnitude do erro de um ano para o outro, apresentando também um aumento na dispersão de suas previsões. Ademais, a Companhia Energética de São Paulo (CESP6) foi a empresa da amostra com maior número de analistas (24) no ano de 2010. Enquanto no mesmo ano, a empresa Restoque Comércio e Confecções de Roupas AS (LLIS3) foi a empresa menos seguida, isto é, por apenas 1 analista.

Sobre a variável *dummy* DOTIM, cabe ressaltar que ela apresentou uma média de 0,8368, indicando que 83,68% das previsões do ano anterior foram otimistas, isto é, a maioria das empresas não atingiu à expectativa do mercado para os anos da amostra.

A tabela 2 apresenta os coeficientes da correlação de Pearson, acompanhados da significância estatística, no intuito de observar a força da relação, em uma extensão que varia entre -1 e 1, entre as variáveis estudadas, dando uma prévia do que é possível esperar sobre os coeficientes da regressão.

Tabela 2 Correlação de Pearson

	Ad	Erro_t	Erro_t-1	Tam	Qanali_t	Desvio_t	Endiv_t	mtb_t
Ad	1							
Erro_t	0.0363	1						
Erro_t-1	-0.0404	0.4140*	1					
Tam	-0.0334	0.0441	0.1118	1				
Qanali_t	0.0305	0.0973	0.1371*	0.4675*	1			
Desvio_t	-0.0943	-0.0683	-0.0289	0.0839	0.0977	1		
Endiv_t	-0.0306	-0.0462	-0.0357	0.1552*	0.0456	-0.0247	1	
mtb_t	0.0554	0.0208	0.0151	-0.1621*	-0.0203	-0.0349	0.3244*	1

Em que: **QANALISTAS_t** é o número de analistas que acompanharam a empresa *i* no tempo *t*; **ERROPREV_{t-1}** representa o erro da previsão da média dos analistas no ano anterior; **DOTIMERRO_{t-1}** é a interação de uma dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) com a magnitude do erro das previsões do ano anterior; **ERROPREV_t** é o erro da média das previsões no ano corrente; **DESVIO_t** diz respeito à variabilidade das previsões no ano corrente; **ENDIV_t** apresenta o endividamento da empresa no tempo *t*, medido pela razão entre as dívidas de curto e longo prazo e o ativo total; **TAM** representa o tamanho da empresa, aproximado pelo logaritmo natural do ativo total; **AD** representa os *accruals* discricionários; e **ADABS** representa os valores absolutos dos *accruals* discricionários. Sobre os asteriscos, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$.

Desta forma, é possível observar a ausência de relação positiva e significativa entre a variável DOTIMERRO e AD, supondo a priori a não confirmação da hipótese levantada por este estudo. É importante também apontar a relação positiva e significativa entre o número de analistas e o tamanho das empresas (**0.4675***), indicando que, em média, quanto maior a empresa, mais acompanhada pelos analistas ela é.

4.2. Regressões lineares

A tabela 3, abaixo, evidencia os resultados das regressões estimados pela abordagem dos Efeitos Fixos (Coluna 2), bem como pela abordagem POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*) com erros-padrão clusterizados por empresa e por ano. Cabe ressaltar que os testes de abordagem apontaram os efeitos fixos como o mais apropriado para os dados, no entanto, optou-se por testar conjuntamente o empilhamento dos dados (Pooled).

Tabela 3 Regressão MQO para utilização de accruals discricionários

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DOTIM_{it-1} + \beta_2 (DOTIMERRO_{it-1}) + \sum_j^k \beta_j VC_{it}^j + \varepsilon_{it}$$

	Variáveis	Efeitos Fixos	Erros-Padrão Clusterizados
INTERESSE	Dotim_t-1	0.017* (2.02)	0.0151* (2.50)
	Dotimerro_t1	0.0000 (0.36)	0.0000 (0.665)
	Tam	-0.047* (-2.34)	-0.0156* (-8.65)
CONTROLE	Qanalistas_T	0.0010 (0.49)	0.0010 (0.67)
	Desvio Padrão_T	0.0020 (0.090)	0.0010 (0.05)
	Endiv_T	0.0060 (1.20)	0.0050 (1.88)
	MTB_t	0.0000 (0.350)	0.0001 (0.36)
	Constant	1.118* (2.54)	0.4217* (9.46)
	Estatística F	5.22***	7.75***
	R ²	5.33%	6.22%
Observações	527	527	
N ^a Empresas	89	89	

Notas: (i) Apresentam-se as estatísticas t em parênteses; (ii) Sobre os asteriscos, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10; e (iii) Em que: **AD_{it}** representa os accruals discricionários da empresa i no tempo t; **DOTIM_{t-1}** é a dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) e 0, caso contrário; **DOTIMERRO_{t-1}** é a interação de uma dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) com a magnitude do erro das previsões do ano anterior; **QANALISTAS_t** equivale ao número de analistas que acompanharam a empresa i no tempo t; **DESVIO_t** diz respeito à variabilidade das previsões no ano corrente; e **ENDIV_t** apresenta o endividamento da empresa no tempo t winsorizada a 2% em cada cauda, medido pela razão entre as dívidas de curto e longo prazo e o ativo total; TAM representa o tamanho da empresa, aproximado pelo logaritmo natural do ativo total.

Com base nos resultados da tabela 3, é possível inferir para o modelo estimado sob a abordagem dos efeitos fixos que 5.33% da variação dos *accruals* discricionários obtidos pelo modelo Jones Modificado pode ser explicado pelas variáveis explicativas do modelo. Para os modelos com erros-padrão agrupados por empresa e por setor, o poder de explicação foi pouco superior, apresentando 6.22% de R-quadrado.

Observa-se a relação significativa entre o coeficiente da variável de interesse DOTIM_{t-1}, sugerindo que, em média, o não atingimento das expectativas do mercado (consenso dos analistas) incentiva a utilização dos *accruals* discricionários no ano seguinte.

Em testes não tabulados, examinaram-se variáveis winsorizadas, exclusão dos anos 2008 e 2009, considerados críticos e de difícil previsão, devido aos impactos da crise econômica. Contudo, os resultados não sofreram alteração significativa.

Sobre os principais pressupostos do modelo de regressão, ressalta-se que a normalidade das variáveis foi assumida por meio do Teorema do Limite Central, dada a presença de mais do que 30 observações para cada variável. O teste VIF (Fator de Inflação da Variância) apontou a ausência de multicolinearidade perfeita entre as variáveis explicativas, com um valor de 1,23.

No intuito de verificar a hipótese 2, a tabela 4, abaixo, aponta os resultados da regressão estimada também por MQO. De forma análoga à tabela anterior, esta também evidencia os resultados das regressões estimados pela abordagem dos Efeitos Fixos (Coluna 2), bem como pela abordagem POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*) com erros-padrão clusterizados por empresa e por ano.

Tabela 4 Regressão MQO hipótese 2

$$ERRO_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 AD_{it} + \gamma_2 DOTIM_{it-1} + \gamma_3 (ERRO_{t-1} * DOTIM_{it-1}) + \sum_j^k \gamma_j VC_{it}^j + \varepsilon_{it}$$

	Variáveis	Efeitos Fixos	Erros-Padrão Clusterizados
INTERESSE	AD	2.059 (0.93)	2.45** (2.47)
	Dotim_t-1	-1.222 (-0.91)	-1.8750 (-1.57)
	Dotimerro_t-1	-0.036 (0.64)	0.4387*** (3.54)
	Tam	1.046 (0.97)	-0.2015 (-0.51)
CONTROLE	Qanalistas_t	0.36** (2.60)	0.0868 (1.51)
	Desvio padrão_t	-1.365 (0.96)	-1.9550 (-1.09)
	Endiv_t	-0.201 (0.69)	-0.0912 (-0.45)
	MTB_t	0.013 (0.36)	0.0134 (0.73)
	Constant	-29.852 (-1.25)	4.2930 (0.49)
	Estatística F	2.00**	8.09***
	R ²	0.86%	18.49%
Observações	527	527	
N ^a Empresas	89	89	

Notas: (i) Apresentam-se as estatísticas t em parênteses; (ii) Sobre os asteriscos, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10; e (iii) Em que: **ERRO_t** é o erro de previsão dos analistas para a empresa i no tempo t; **AD_{it}** representa os *accruals* discricionários da empresa i no tempo t; **DOTIM_{t-1}** é a dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) e 0, caso contrário; **DOTIMERRO_{t-1}** é a interação de uma dummy que assume o valor 1 quando o erro foi menor do que zero (previsão otimista) com a magnitude do erro das previsões do ano anterior; **QANALISTAS_t** equivale ao número de analistas que acompanharam a empresa i no tempo t; **DESVIO_t** é à variabilidade das previsões no ano corrente; e **ENDIV_t** é o endividamento da empresa no tempo t winsorizada a 2% em cada cauda, medido pela razão entre as dívidas de curto e longo prazo e o ativo total; TAM representa o tamanho da empresa, aproximado pelo logaritmo natural do ativo total.

Os resultados do modelo estimado sob a abordagem dos efeitos fixos não permitem afirmar que a utilização dos *accruals* discricionários está estatisticamente relacionada à diminuição dos erros de previsão da média dos analistas. Muito embora, sob a abordagem Pooled com erros-padrão agrupados por empresa e por ano, o coeficiente se mostrou significativo.

Observa-se na coluna 2 uma relação positiva e significativa para o coeficiente da variável QANALIST_t, indicando que o acréscimo de um analista aumenta o erro médio de previsão. Isso corrobora a impressão comentada acima sobre a utilização de diferentes técnicas para se chegar à estimativa do valor de lucro por ação da empresa *i* no tempo *t*. É importante ressaltar que os resultados se mantiveram quando foram selecionados anos específicos ou excluídos os anos de 2008 e 2009.

Outra forma de estimar os coeficientes dessa regressão é pelo uso da mediana da variável dependente (teste não paramétrico), ao invés da média no caso do MQO padrão. De forma análoga, a função de regressão estimada por este método encontrará o ponto que minimiza as distâncias de cada observação em relação à sua mediana (Cameron e Trivedi, 2005). Procedendo desta maneira, para o primeiro modelo (H_1), não foram encontrados resultados divergentes. E para o segundo modelo, observou-se uma relação significativa entre o uso de *accruals* discricionários e erro de previsão, porém com o sinal inverso ao que era esperado na hipótese 2.

Uma possível explicação para a falta de relação estatística entre as previsões otimistas e o gerenciamento de resultado para atingir à expectativa do mercado no ano seguinte é a alta magnitude dos erros de previsão, mesmo após o tratamento dos *outliers*.

Ainda, de maneira alternativa, utilizou-se o valor em módulo da variável ERROPREV_t, no intuito de captar a “acurácia” dos analistas no tempo *t*, independente do viés otimista ou pessimista (Saito et al., 2008). Desta forma, foram encontrados sinais positivos e significantes para os coeficientes das variáveis QANALIST_t e ERROPREV_t. Indicando, respectivamente, que quanto maior o número de analistas, menor é a acurácia dos analistas, e ainda, conforme demonstrou (Martinez, 2009), os analistas tendem a apresentar persistência errática.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O gerenciamento de resultados é uma técnica amplamente difundida, praticada por diversas empresas por meio de maneiras diferentes. Este artigo, no entanto, abordou especificamente o gerenciamento dos *accruals* discricionários. Assim, o objetivo do estudo foi investigar a relação de incentivo entre as previsões otimistas dos analistas de mercado e a utilização desses *accruals*.

Buscou-se essa relação no intuito de verificar uma vertente da ideia lançada pelo estudo de (Beaver, William et al., 1980) no que tange a os preços conduzirem os lucros, porém, pelo prisma das previsões dos analistas. E ainda, estudos anteriores demonstraram evidências de gerenciamentos de resultados no Brasil, porém, não foi encontrado algum que tenha pesquisado a influência que as previsões otimistas do ano anterior provocam nas escolhas dos gestores sobre gerenciamentos de resultados para o atingimento no período seguinte.

O primeiro modelo investigou e confirmou a hipótese de que previsões otimistas, isto é, o não atingimento do consenso dos analistas, aproximado pela média das previsões, representa um incentivo à utilização de *accruals* discricionários no período subsequente. Contudo, não se observou nenhum impacto da magnitude do erro otimista dos analista em relação à utilização *accruals* discricionários.

No segundo modelo, o interesse foi verificar se tal gerenciamento diminuiria o erro das previsões no ano posterior, fazendo supor que as empresas estariam atingindo às expectativas

após o gerenciamento, ou pelo menos tentando, contudo, os achados não permitiram confirmar essa segunda hipótese.

Embora não tenha sido o foco deste estudo, sugere-se controlar a amostra com base na estrutura de governança corporativa no que tange à independência do conselho de administração. A literatura concernente ao assunto mostra que participantes externos e independentes atuam como monitores, impedindo ações de gerenciamento de resultados.

REFERÊNCIAS

- Abarbanell, J., e Lehavy, R. (2003). Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts' Earnings Forecast Errors? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 1–31. doi:10.1111/1475-679X.00093
- Almeida, J. E. F. de, Costa, F. M. da, Faria, L. H. L., e Brandrão, M. M. (2009). EARNINGS MANAGEMENT NO BRASIL: GRUPOS ESTRATÉGICOS COMO NOVA VARIÁVEL EXPLANATÓRIA. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 81–95.
- Almeida, J. E. F. de, Lopes, A. B., e Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44–62.
- Athanasakou, V., Strong, N., e Walker, M. (2009). Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? *Accounting and Business Research*, (39), 3–35.
- Bartov, E., Gul, F. A., e Tsui, J. S. L. (2001). Discretionary accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics*, (30), 421–452.
- Barua, A., Joseph Legoria, e Moffitti, J. S. (2006). Accruals Management to Achieve Earnings Benchmarks: A Comparison of Pre-managed Profit and Loss Firms. *Journal of Business Finance e Accounting*, 33(5 e 6), 653–670. doi:10.1111/j.1468-5957.2006.00017.x
- Beaver, William, Lambert, Richard, e Dale, M. (1980). The information content of the price. *Journal of Accounting and Economics*, 2, 3–28.
- Cameron, A. C., e Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge University Press. Retrieved from <http://cameron.econ.ucdavis.edu/mmabook/mmadata.html>
- Comprix, J., Muller, K., e Stanford, M. (2003). Economic Consequences of Mandatory Adoption of IAS in the European Union. *Working paper, Pennsylvania State University*.
- Cragg, J. G., e Malkiel, B. G. (1968). The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings. *The Journal of Finance*, 23(1), 67–84.
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., e Sarlo Neto, A. (2013). An analysis of the relationship between corporate governance and accuracy of the analysts forecasts of the Brazilian market. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104–139. doi:10.1590/S1678-69712013000500005
- Dechow, P.M., Sloan, R. G., e Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70, 193–225.

- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L. da, e Chan, B. L. (2009). *Análise de dados. Modelagem multivariada para tomada de decisões*. (7th ed.). São Paulo: Elsevier.
- Givoly, D., Hayn, C., e Yoder, T. R. (2011). *Do Analysts Account for Earnings Management?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1260032). Rochester, NY: Social Science Research Network. Retrieved from <http://papers.ssrn.com/abstract=1260032>
- Keung, E., Lin, Z.-X., e Shih, M. (2010). Does the Stock Market See a Zero or Small Positive Earnings Surprise as a Red Flag? *Journal of Accounting Research*, 48(1), 91–121. doi:10.1111/j.1475-679X.2009.00354.x
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 105–231. doi:10.1016/S0165-4101(01)00030-1
- Lee, J. (2007). Earnings management to just meet analysts' forecasts. (*Working paper*) Kellogg Graduate School of Management.
- Martinez, A. L. (2001). *Earnings management. Empirical study of the Brazilian public companies*. (text). Universidade de São Paulo. Retrieved from <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/>
- Martinez, A. L. (2004). Análise da Surpresa dos Analistas Ao Anúncio dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas Para As Companhias Abertas Brasileiras. *4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, (4). Retrieved from http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos42004/an_resumo.asp?cod_trabalho=161
- Martinez, A. L. (2007). Otimismo e Viés de Seleção dos Analistas. *Brazilian Business Review*, 4(2), 104–118.
- Martinez, A. L. (2009). Determinantes da Acurácia das Previsões dos Analistas do Mercado de Capitais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 10(2). Retrieved from <http://www.cgg-amg.unb.br/index.php/contabil/article/view/246>
- Martinez, Antonio Lopo. (2009). Cobertura de Analistas, Erros de Previsão e Earnings Management no Brasil. *XXXIII Encontro Da ANPAD*, (13).
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483–514. doi:10.2308/accr.2002.77.3.483
- Plummer, E., e Mest, D. P. (2001). Evidence on the Management of Earnings Components. *Journal of Accounting, Auditing e Finance*, 16(4), 301–323. doi:10.1177/0148558X0101600405
- Ronen, J., e Yaari, V. (2008). *Earnings Management. Emerging Insights in Theory, Practice, and Research* (Vol. 3). Springer Series in Accounting Scholarship.
- Saito, R., Benetti, S. J. S. V. e C., e Villalobos, Sonia Julia Sulzbeck. (2008). Qualidade das projeções dos analistas sell-side: evidência empírica do mercado brasileiro. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 43(4). Retrieved from http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1349