

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS PELO FLUXO DE CAIXA
OPERACIONAL: UMA ABORDAGEM DAS EMPRESAS
INCORPORADORAS NO BRASIL**

***MANAGEMENT OF RESULTS BY THE OPERATIONAL CASH FLOW:
AN APPROACH OF THE INCORPORATING COMPANIES IN BRAZIL***

Recebido: 08/06/2019 – Aprovado: 24/09/2019 – Publicado: 02/01/2020

Processo de Avaliação: Double Blind Review

Domingos Correia dos Santos¹

Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

Leandro Nunes de Alvarenga²

Mestre em Ciências Contábeis e Atuariais pela PUC-SP

Alexandre Gonzales³

Doutor em Contabilidade pela USP-SP

Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)

Mauricio Rieger⁴

Mestrando em Ciências Contábeis e Atuariais na PUC-SP

RESUMO

A presente pesquisa teve como foco estudar a relação do Fluxo de Caixa com o gerenciamento de resultados. Nesse sentido, a utilização da discricionariedade por parte dos gestores ocorre particularmente no reconhecimento dos *accruals*, resultando na

¹ Autor para correspondência: PUC-SP: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – Rua Ministro Godói, 969 – Perdizes, São Paulo – SP, 05015-001. Brasil. E-mail: domingoscorreia@conectcontabil.com

² E-mail: lealvarenga@bol.com.br

³ E-mail: gonzalesprofessor@gmail.com

⁴ E-mail: prof.mauricio.rieger@gmail.com



concentração dos estudos empíricos sobre gerenciamento de resultados na análise dessas acumulações. O objetivo da pesquisa foi examinar se o Fluxo de Caixa Operacional contribui para o gerenciamento de resultados das empresas do ramo de incorporação. O método utilizado, neste trabalho, consistiu em uma abordagem quantitativa, sendo analisadas as demonstrações contábeis dos últimos cinco anos das incorporadoras listadas na B3 e aplicou-se o modelo de regressão linear, utilizando o método de efeitos aleatórios. Adotou-se o modelo proposto por Pae (2005), que tem como objetivo aumentar o poder preditivo dos modelos Jones e Jones modificado, com a inserção de variáveis que representem o Fluxo de Caixa operacional, sendo identificadas evidências de que o Fluxo de Caixa contribui para o gerenciamento de resultado nas empresas estudadas. Os resultados apresentados nesta pesquisa podem ajudar a elucidar as questões complexas voltadas às práticas de gerenciamento de resultados nas empresas.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados; Construtoras e Incorporadoras; Fluxo de Caixa Operacional.

ABSTRACT

The present research had as its focus to study the relationship of Cash Flow with the management of results. In this sense, the use of discretion on the part of the managers occurs particularly in the recognition of the accruals, which entails in the concentration of the empirical studies on results management in the analysis of these accumulations. The objective of the research was to examine if the Operational Cash Flow contributes to the management of results of the companies of the incorporation branch. The method used in this work consisted of a quantitative approach, and the financial statements of the last five years of the developers listed in B3 were analyzed and the linear regression model was applied using the random effects method. We adopted the model proposed by Pae (2005), whose objective is to increase the predictive power of the modified Jones and Jones models, with the inclusion of variables that represent the operational cash flow. Evidence indicates that Cash Flow contributes to management of results in the companies studied. The results presented in this research can help elucidate the complex issues of results management practices in companies.

Keywords: Results Management; builders and developers; Operating Cash Flow.



1. INTRODUÇÃO

A contabilidade deve fornecer informações para uma ampla gama de *stakeholders*. Sendo assim, Iudícibus (2015) define que o principal objetivo da contabilidade, bem como dos seus relatórios, é fornecer informação econômica, física, de produtividade, social e ambiental relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões.

Subentende-se que a sua utilidade pode ser representada pela sua capacidade de fazer diferença na tomada de decisão. Isso significa que a informação contábil pode ser utilizada como entrada de dados para prever resultados, confirmar ou não avaliações prévias sobre o desempenho da organização (Mota, Silva Filho, Oliveira, & Paulo, 2017).

Sendo assim, as normas e os princípios contábeis acabam sendo agentes norteadores do processo contábil de escrituração e de divulgação das demonstrações contábeis, com o objetivo de padronizar e gerar informações econômicas e financeiras seguras. Contudo, há situações em que o gestor pode optar entre uma ou outra forma de mensuração e reconhecimento das operações. Entretanto, de acordo com Martinez (2013), em certos pontos, as normas possibilitam certa discricionariedade dos gestores, o que acaba os levando a fazer a escolha em função das necessidades próprias, sem refletir sobre a realidade do negócio.

Nesse sentido, a utilização dessa discricionariedade, conforme aborda a pesquisa realizada por Dantas, Borges e Fernandes (2018), ocorre particularmente no reconhecimento dos *accruals*, o que acarreta na concentração dos estudos empíricos sobre gerenciamento de resultados na análise dessas acumulações.

Nos estudos realizados por Martins, Paulo e Monte (2016), o gerenciamento de resultados pode ser supostamente realizado por gestores com motivações particulares, pautadas na crença de que lucros mais elevados podem resultar em preços de ações mais altos, aumento da remuneração e melhor reputação. Tais motivações também podem estar relacionadas a elementos contratuais, precificação de ativos, bem como influências sobre terceiros.

Com o advento do processo de convergência das normas internacionais, no que tange à adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pelas empresas, no entendimento de Bonfim, Pires, Gonçalves e Tibúrcio (2016), houve evidências de



aumento no gerenciamento de resultados, sendo uma possível explicação para esse fenômeno o fato de as normas internacionais serem mais flexíveis, proporcionando, assim, maior liberdade de escolha para os gestores.

Segundo Almeida e Bezerra (2012), o gerenciamento de resultados tende a trazer consequências aos relatórios contábeis no tocante à sua transparência, influenciando na tomada de decisões dos seus usuários. Ainda de acordo com esses autores, o resultado do período (lucro/prejuízo) é formado seguindo o regime de competência, enquanto o saldo de caixa ou equivalentes obedecem ao regime de caixa, sendo que tais procedimentos podem ser usados na prática de gerenciamento de resultados.

Esta pesquisa estudou se o Fluxo de Caixa Operacional contribui para o gerenciamento de resultados em empresas construtoras e incorporadoras listadas na B3 Bovespa. Diante disso, levanta-se a seguinte questão de pesquisa: **Qual a relação do Fluxo de Caixa Operacional com o gerenciamento de resultados nas empresas do ramo de construção e incorporação listadas na B3 Bovespa?**

O objetivo desta pesquisa consistiu em examinar se o fluxo de caixa operacional contribui para o gerenciamento de resultados nas empresas estudadas. Como objetivos específicos destacaram-se a verificação de qual o modelo de *earnings management* para evidenciação dos *accruals* e a identificação da possibilidade de as empresas estudadas terem realizado gerenciamento de resultados.

O estudo tem relevância, pois as pesquisas relacionadas a esta abordagem são incipientes ao buscar relacionar diretamente a influência do Fluxo de Caixa Operacional com o *earnings management*. A pesquisa realizada por Almeida e Bezerra (2012) abordou a perspectiva da influência do Fluxo de Caixa Operacional nas empresas de construção civil no período de 2007 a 2009; e como se pode verificar corresponde ao período pré-convergência às normas internacionais de contabilidade.

A escolha em estudar este ramo de atividade se justifica, também, em relação às particularidades no tratamento contábil nos contratos de construção e incorporação imobiliária, principalmente no que tange ao reconhecimento da receita e dos custos incorridos ao longo da execução da obra, em que as datas de início e término são em períodos contábeis diferentes. Essas especificidades, no entendimento de Almeida e Bezerra (2012), podem motivar o gerenciamento de resultados.

Este artigo está subdividido em sete tópicos, iniciando com esta introdução. Na sequência, apresentam-se os pressupostos teóricos, com a abordagem conceitual de gerenciamento de resultados (*earnings management*); Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) e sua correlação com gerenciamento, bem como a influência da adoção às IFRS no gerenciamento de resultados. Em seguida, tem-se a metodologia e a discussão dos resultados; e, por fim, são apresentadas as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são apresentadas as definições relacionadas ao gerenciamento de resultados, sua aplicabilidade e seus modelos. Posteriormente, vamos discorrer sobre a Demonstração do Fluxo de Caixa, compreendendo os aspectos estruturais, normativos e sua correlação com o *earnings management*. Outro enfoque, neste tópico, estará relacionado com a Influência da Adoção às normas internacionais de contabilidade no Brasil com o *earnings management*.

2.1. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS (*EARNINGS MANAGEMENT*)

A maioria das pesquisas científicas define que o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores usam de julgamento na divulgação de informações e na estruturação de transações, para modificar os demonstrativos financeiros, com a finalidade de alterar a percepção dos *stakeholders* sobre as atividades da entidade, bem como para alcançar o resultado esperado em acordos vinculados aos números contábeis divulgados (MARTINEZ, 2013).

A informação contábil, de acordo com Dantas, Borges e Fernandes (2018), tem como função essencial reportar aos usuários a posição patrimonial fidedigna da entidade conforme Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 00 R1), de forma a melhorar a confiança e contribuir com a estabilidade econômica. No entanto, as informações financeiras relevantes podem sofrer influência por parte dos administradores e apresentar discricionariedade na sua forma de mensuração.

Em relação às técnicas de gerenciamento, Martinez (2013) lista três tipos de gerenciamento de resultados contábeis: (1) *target earnings*, consiste no gerenciamento para melhorar ou piorar os resultados contábeis, com o objetivo de alcançar metas

estabelecidas; (2) *income smoothing*, corresponde ao gerenciamento visando à redução da variabilidade de resultados e (3) *take bath accounting*, ou seja, o gerenciamento que visa reduzir os resultados contábeis, almejando aumentar os resultados futuros.

No Brasil, seguindo os estudos internacionais, a definição de gerenciamento de resultados evoluiu, para agregar além das escolhas contábeis que afetam o resultado reportado nas demonstrações contábeis, pois incluiu as decisões operacionais (Martinez, 2013).

De acordo com Silva, Borges, Gonçalves e Nascimento (2017), o gerenciamento de resultados pode advir de um comportamento oportunista por parte do gerente, alinhado com a Teoria da Agência, ou, então, pode ser benéfico para a organização, na medida em que aumenta o valor informativo dos ganhos. O desalinhamento entre os incentivos dos administradores e dos acionistas pode induzir gestores a utilizar a flexibilidade para gerenciar os lucros de maneira oportunista, criando distorções nos resultados das empresas.

Nessa perspectiva, observa-se que vários estudos buscam capturar as motivações para a prática de gerenciamento de resultados, e normalmente as pesquisas procuram avaliar o gerenciamento, tanto por meio de alteração dos métodos contábeis quanto pelas decisões operacionais (Dutra & Costa, 2014).

Nessa mesma linha de entendimento, Gray, Kang, Lin e Tang (2015) abordam que os gestores têm incentivos para manipular escolhas contábeis, a fim de garantir que os lucros atinjam suas metas preferidas e que tais incentivos fiquem relacionados aos *covenants* de dívida, remuneração de administradores, negociação e outros fatores institucionais.

No estudo realizado por Gaganis, Hasan e Pasiouras (2015), a importância do gerenciamento de resultados está no fato de que várias partes interessadas, como investidores, credores e reguladores usam demonstrações financeiras para tomar decisões. No entanto, em casos de manipulação excessiva, os tomadores de decisão não podem mais confiar nas demonstrações financeiras para avaliar a posição financeira e operacional de desempenho da entidade. Além disso, a falsa representação financeira pode ser extremamente custosa para os acionistas.

Autor/Ano	Abordagem
Literatura Estrangeira	
Healy e Wahlen (1999)	Uma revisão da literatura sobre gerenciamento de resultados e suas implicações para o estabelecimento de normas. Estudo de evidências empíricas sobre quais acréscimos específicos são usados para gerenciar os lucros, a magnitude e a frequência de qualquer gerenciamento de resultados e se o gerenciamento de resultados afeta a alocação de recursos na economia.
Gray et al. (2015)	Gerenciamento de resultados (<i>Earnings Management</i>) na Europa pós-IFRS. Analisaram o comportamento de gerenciamento de resultados de empresas de capital aberto em 14 países membros da União Europeia durante o período de 2000 a 2010. Concluíram que a tendência de se gerenciar resultados continua após as IFRS e que os fatores culturais e comportamentais dos gestores são influentes no gerenciamento de resultados nos países pesquisados.
Gaganis, Hasan e Pasiouras (2015)	Investigaram o papel das reservas técnicas no comportamento de suavização de resultados nas companhias de seguros. Esta foi uma das primeiras tentativas na literatura para rastrear relacionamento no setor de seguros, especialmente em um cenário multi-país. A pesquisa analisou 770 empresas de seguros que operaram em 87 países no período de 2000 a 2009; e ficou constatado que existe evidência significativa de suavização de resultados.
Literatura Nacional	
Martinez (2001)	Demonstrou, empiricamente, que as companhias abertas brasileiras gerenciam os seus resultados contábeis como resposta a estímulos do mercado de capitais.
Paulo (2007)	Verificou a validade teórica e empírica dos modelos operacionais para mensurar os <i>accruals</i> discricionários utilizados na detecção de gerenciamento de resultados contábeis.
Bonfim et al. (2016)	A pesquisa verificou se com a evolução da adoção das normas internacionais de contabilidade (período pós-IFRS), as seguradoras brasileiras diminuíram o nível de suavização dos resultados – uma das modalidades do gerenciamento de resultados no período de 2011 a 2014.
Silva, Borges, Gonçalves & Nascimento (2017)	Analisaram se houve um aumento no nível de gerenciamento de resultados (GR) pelo método <i>income smoothing</i> nas companhias do subsetor de energia elétrica listadas na B3 com a adoção das normas contábeis do IASB, analisando o período pré-convergência (2003 a 2007) e pós-convergência (2010 a 2014). Os achados da pesquisa evidenciam uma redução no nível de <i>income smoothing</i> a partir da adoção das IFRS (<i>International Financial Reporting Standards</i>).
Mota, Silva Filho, Oliveira & Paulo (2017)	Verificaram se gestores se utilizam dos <i>accruals</i> discricionários para manipular as informações contábeis divulgadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa, a fim de atingir ou superar o lucro previsto por analistas de mercado. Concluiu-se que somente há evidências de que as empresas brasileiras gerenciam seus resultados para atingir (<i>meet</i>) as previsões de lucro realizadas pelos analistas de mercado.
Dantas, Borges & Fernandes (2018)	Esta pesquisa buscou identificar se as cooperativas de crédito no Brasil utilizam as Provisões para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD) como mecanismo de gerenciamento de resultados contábeis. Os resultados confirmaram a hipótese de pesquisa de que essas entidades utilizaram a discricionariedade na constituição como mecanismo de gerenciamento de resultados contábeis, em particular o <i>income smoothing</i> , ou seja, em momentos de resultados mais relevantes, as cooperativas criam uma espécie de colchão de PCLD a ser revertido em períodos de pior desempenho.
Rodrigues, Paulo e Melo (2018)	A pesquisa demonstrou que, quando considerada a análise em função de <i>clusters</i> por K-média do MTB, constatou-se que as empresas com valores de mercado bem acima da média e, portanto, com os maiores incentivos para gerenciar o resultado, possuem maiores níveis de manipulação de vendas e diminuição de despesas de vendas, gerais e administrativas.

Figura 1
Estudos sobre gerenciamento de resultados.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Figura 1 apresenta um resumo de alguns estudos realizados sobre gerenciamento de resultados no âmbito nacional e internacional.

Nota-se, a partir dos estudos elencados na Figura 1, que há estudos sobre a prática de gerenciamentos de resultados contábeis em empresas de segmentos distintos. Pode-se constatar que essa temática tem sido recorrente no cenário da pesquisa acadêmica.

Destaca-se que há estudos desde 1999, porém a temática é atual, pois há pesquisas recentes, além da realidade ter mudado muito no decorrer dos anos, em razão das mudanças de mercado por diferentes motivos, como: regulação, necessidade de transparência e forma de relação das instituições com os investidores e com a sociedade externa. Estes aspectos exigem novos estudos sempre sobre as demonstrações e os instrumentos contábeis, destacando-se as mudanças devido a harmonização internacional e Normas Brasileiras de Contabilidade e Auditoria.

2.2 DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA (DFC) E O GERENCIAMENTO DE RESULTADO (*EARNINGS MANAGEMENT*)

Na abordagem de Almeida e Bezerra (2012), a entidade, para atingir determinados objetivos durante um determinado período, pode gerenciar o resultado de forma contábil, o que influencia nas escolhas contábeis, além de envolver as decisões operacionais por parte da administração.

Segundo Martinez (2013), as escolhas das práticas contábeis envolvem decisões como: identificação da fenomenologia (atos e fatos), mensuração de seus efeitos no patrimônio da entidade, classificação, reconhecimento contábil, sumarização e evidenciação da situação patrimonial e financeira da companhia.

Nesse sentido, o gerenciamento de atividades operacionais está vinculado à forma como as operações são realizadas. Como observado por Almeida e Bezerra (2012), pode-se elencar: geração de vendas insustentáveis por meio da diminuição das restrições de crédito aos clientes; diminuição das receitas pela postergação do envio de vendas já realizadas; e redução dos custos dos produtos vendidos, oriundos do aumento dos níveis de produção, aumentando os resultados contábeis.

A demonstração dos Fluxos de Caixa tende a evidenciar todos os pagamentos e recebimentos realizados em disponibilidades em determinado período. Segundo Gelbcke, Santos, Iudícibus e Martins (2018), esse demonstrativo visa mostrar como ocorreram as movimentações de disponibilidades em determinado período. A DFC divide todos os Fluxos de entrada e saída de Caixa em três grupos: os derivados das atividades operacionais, das atividades de investimento e das atividades de financiamento.

Oliveira e Santos (2013) consideram que a DFC consiste em uma excelente base para avaliar a capacidade de a entidade gerar caixa e equivalentes de caixa e as necessidades delas para utilizar esses recursos, sendo informações muito relevantes aos usuários das demonstrações, levando em consideração que eles têm interesse direto de conhecer a fonte e aplicação dos recursos e equivalentes de caixa.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) (2010) aborda que a demonstração dos Fluxos de Caixa, quando usada em conjunto com as demais demonstrações contábeis, produz informações que permitem aos usuários avaliarem as mudanças nos ativos líquidos da entidade, sua estrutura financeira, inclusive sua liquidez e solvência, bem como sua capacidade para mudar os montantes e a época de ocorrência dos Fluxos de Caixa, a fim de adaptá-los às mudanças nas circunstâncias e oportunidades.

Dessa forma, as informações sobre os Fluxos de Caixa tornam-se úteis para avaliar a capacidade da entidade gerar caixa e equivalentes de caixa, além de possibilitar aos usuários desenvolver modelos para avaliar e comparar o valor presente dos Fluxos de Caixa futuros de diferentes entidades. A DFC também contribui para o incremento da comparabilidade na apresentação do desempenho operacional por diferentes entidades, visto que reduz os efeitos decorrentes do uso de diferentes critérios contábeis para as mesmas transações e eventos.

Sendo assim, a manipulação da informação contábil, por meio de decisões operacionais, impacta diretamente o caixa da entidade, diferente das escolhas contábeis que não causam impacto direto no caixa, exceto se tiverem impacto no pagamento de impostos, dividendos e remuneração de administradores (Almeida & Bezerra, 2012).

Portanto, percebe-se que não se pode gerenciar o resultado com o Fluxo de Caixa, mas, é possível contribuir com algumas decisões operacionais, como retardar

vendas ou adiar a realização de despesas que podem influenciar o resultado econômico, e, conseqüentemente, alterar o fluxo presente ou futuro da organização.

2.3 IFRS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO (*EARNINGS MANAGEMENT*)

Com o advento da adoção às normas internacionais em IFRS, foi possibilitada uma maior harmonização contábil dos relatórios financeiros, e tem permitido maior comparabilidade e transparência das demonstrações contábeis. No entendimento de Kajimoto e Nakao (2018), a qualidade da informação contábil pode não aumentar quando o mecanismo de *enforcement*, ou seja, da aplicação, das normas contábeis for baixo. Dessa forma, entidades que possuem baixo *enforcement* podem não apresentar aumento da qualidade da informação contábil após a adoção às IFRS como se espera.

Estudos apontam que a distorção das informações contábeis normalmente surge em razão da existência de critérios alternativos de reconhecimento, mensuração e evidenciação. Isso oportuniza aos administradores escolherem uma entre duas ou mais alternativas disponíveis e válidas, para evidenciar as informações da forma mais conveniente, podendo, desse modo, distorcer a análise do desempenho por parte dos *stakeholders*. Esse fato, em tese, poderá ser mais favorável a partir da aplicação de normas baseadas em princípios, como é o caso do padrão IFRS (Silva et al., 2017).

No estudo realizado por Bonfim et al. (2016) verifica-se que algumas pesquisas apresentaram evidências de aumento no gerenciamento de resultados nas empresas em decorrência da adoção das IFRSs. A explicação para esse fenômeno seria o fato de as normas internacionais serem mais flexíveis, garantindo, assim, uma maior liberdade de escolha para os gestores. Ainda afirmam que há maior gerenciamento de resultados após a adoção às normas internacionais também por características, como a existência de um mercado acionário fraco e baixa proteção aos investidores.

De acordo com Gray et al. (2015), os padrões contábeis nacionais provavelmente evoluíram em resposta às características únicas do ambiente local, exigindo padrões globais de contabilidade que possam eliminar as diferenças contábeis que existem por razões válidas. Sendo assim, ao se restringir a discricionariedade gerencial na escolha

entre alternativas contábeis, poderia se limitar a capacidade de relatar informações financeiras que reflitam melhor a situação econômica real da empresa.

3. METODOLOGIA

Esta pesquisa teve como universo de estudo as empresas do segmento de construção e incorporação imobiliária listadas na B3 Bovespa, entre 2013 e 2017. A escolha dessas entidades para o estudo torna-se significativa por causa das particularidades no tratamento contábil dessas organizações, principalmente no tocante ao reconhecimento da receita e dos custos incorridos ao longo da execução da obra, em que as datas de início e término são em períodos contábeis diferentes. A pesquisa realizada foi de natureza descritiva, documental e as fontes dos dados secundários, tendo em vista que foram obtidos por meio do Sistema Económica.

A estatística descritiva, na abordagem de Martins e Theóphilo (2016), pode ser compreendida como a organização, sumarização e descrição de um conjunto de dados, podendo ocorrer pela construção de gráficos, tabelas e do cálculo de medidas, a partir de uma coleção de dados numéricos.

Para o desenvolvimento da pesquisa foi utilizada a abordagem quantitativa que, segundo Martins e Theóphilo (2016), caracteriza-se por organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados. Portanto, observa-se que o pesquisador pode tratar os dados com a utilização de métodos e técnicas estatísticas.

Nesta seção, os procedimentos metodológicos foram segregados em três partes: (1) composição da população e da amostra, (2) modelagem da pesquisa e (3) limitações da pesquisa.

Esta pesquisa teve por limitação o fato de não poder ser generalizada para todas as empresas brasileiras, uma vez que a amostragem foi não probabilística. Além disso, para efeito, foi considerada a prática de gerenciamento dos resultados com base no Fluxo de Caixa Operacional, variável utilizada em estudos anteriores com objetivos semelhantes a esta pesquisa, sendo que o gerenciamento pode ser obtido por outras variáveis e modelos não utilizados. O enfoque desta pesquisa consistiu em verificar o produto de suas ações refletidas por meio das informações divulgadas nas demonstrações financeiras das entidades pesquisadas.



3.1. POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população estudada corresponde às empresas do ramo de construção e incorporação imobiliária, compreendendo o período de 2013 a 2017, perfazendo cinco anos para análise das variáveis levantadas. Diferente da pesquisa realizada por Almeida e Bezerra (2012), que estudaram a influência do Fluxo de Caixa Operacional no gerenciamento de resultados em empresas da construção civil no período 2007 a 2009, nota-se que o período estudado pelos autores foi pré-convergência. Este trabalho analisou o período pós-convergência, o que permitiu verificar se o Fluxo de Caixa possui correlação no gerenciamento de resultado nas empresas pesquisadas.

Na Figura 2, pode-se observar a relação das empresas pesquisadas, conforme dados extraídos da B3.

Empresas Pesquisadas
Construtora Adolpho Lindenberg S.A.
Construtora Tenda S.A.
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend e Part
Direcional Engenharia S.A.
Even Construtora e Incorporadora S.A.
Eztec Empreend. e Participações S.A.
Gafisa S.A.
Helbor Empreendimentos S.A.
Inter Construtora e Incorporadora S.A.
JHSF Participacoes S.A.
João Fortes Engenharia S.A.
MRV Engenharia e Participacoes S.A.
PDG Realty S.A. Empreend e Participações
RNI Negócios Imobiliários S.A.
Rossi Residencial S.A.
Tecnisa S.A.
Trisul S.A.
Viver incorporadora e construtora S.A.

Figura 2

Relação das empresas construtoras e incorporadoras listadas na B3 em 2018.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Como demonstrado na Figura 2, a população é constituída por 19 empresas listadas na B3. No entanto, a Construtora Adolpho Lindenberg S.A e a Inter Construtora e Incorporadora S.A. foram excluídas por não estarem compreendidas no período de pesquisa. A empresa PDG foi excluída da pesquisa após o teste de análise de resíduos para verificar a ocorrência de *outliers*. Foi possível evidenciar os resíduos do modelo graficamente, conforme apresenta a Figura 3:

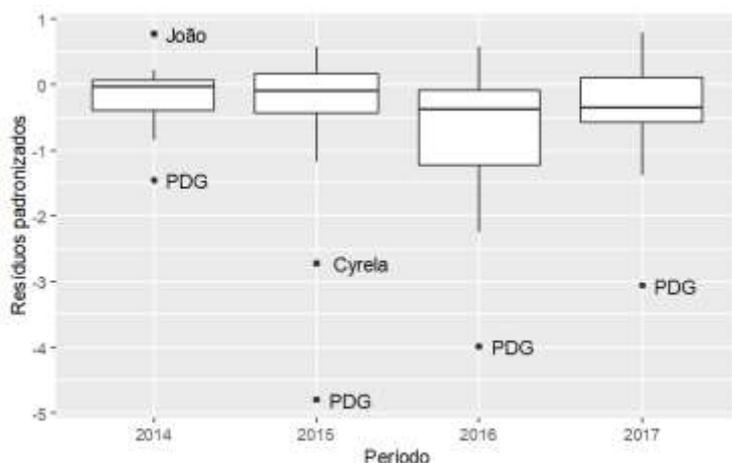


Figura 3

Análise dos Resíduos.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme observado na Figura 3, a PDG pode ser considerada um valor extremo (*outlier*) em todos os anos observados. Dessa forma, um tratamento possível foi a exclusão da PDG da amostra, uma vez que poderia estar influenciando o resultado do modelo.

Sendo assim, na Tabela 1, pode ser observada a composição da amostra da pesquisa após o teste de resíduos.

Tabela 1

Composição amostral da pesquisa.

Composição Amostral	Quantidade de empresas
Total de empresas listadas na B3	19
(-) Remoção das empresas	
Com peculiaridades contábeis	(01)
Com falta de dados	(02)
Amostra Final	16

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nota-se, na Tabela 1, que algumas empresas foram excluídas da pesquisa 2 por falta de dados, por não possuírem demonstrações contábeis dos últimos cinco anos. Isso pode ocorrer em função do período de constituição da entidade, ou por não existir obrigatoriedade de publicação dos demonstrativos antes de fazer parte da bolsa. Foi excluída também 1 empresa por apresentar peculiaridades contábeis, a PDG, considerada uma *outlier* no teste de resíduos.

3.2. MODELO DA PESQUISA

O modelo utilizado para a identificação dos *accruals* não gerenciados teve como base o adotado por Almeida e Bezerra (2012), sendo este modelo proposto por Pae (2005) que tem como objetivo aumentar o poder preditivo dos modelos Jones e Jones modificado, com a inserção de variáveis que representem o Fluxo de Caixa Operacional, bem como a reversão natural dos *accruals* anteriores. O modelo é proposto pela seguinte equação:

$$TA_{it} = \frac{1}{A_{it-1}} + \beta 1(DR_{it}) + \beta 2(PPE_{it}) + \beta 3(FCO_{it}) + \beta 4(FCO_{it-1}) + \beta 5(TA_{it-1}) + \epsilon_{it} \quad [1]$$

Onde:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

β_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*;

PPE_{it} = saldo das contas Ativo Imobilizado e Ativo Intangível da empresa *i* no final do período *t*;

FCO_{it} = Fluxo de Caixa Operacional da empresa *i* no período *t*;

FCO_{it-1} = Fluxo de Caixa Operacional da empresa *i* no período *t-1*;

TA_{it-1} = accruals totais da empresa i no período $t-1$;

ϵ_{it} = erro da regressão.

Pode-se verificar que todas as variáveis são ponderadas pelos ativos totais no início do período. De acordo com Almeida e Bezerra (2012), o valor dos *accruals* totais pode ser evidenciado por meio do balanço patrimonial ou do Fluxo de Caixa. Essas duas abordagens podem ser apresentadas conforme as equações:

$$\text{Fluxo de Caixa: } TA_{it} = LL_{it} - FO_{it} \quad [2]$$

Onde:

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;

LL_{it} = lucro líquido da empresa i no período t ;

FCO_{it} = Fluxo de Caixa Operacional da empresa i no período t .

Balanço Patrimonial:

$$Accruals_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta Disp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta FincCP_{it} - imp_{it}) - Dep_{it} \quad [3]$$

Onde:

ΔAC_{it} é a variação do Ativo Circulante para a empresa i no período t ;

$\Delta Disp_{it}$ é a variação de Caixas e Equivalentes de caixa para a empresa i no período t ;

ΔPC_{it} é a variação do Passivo Circulante para a empresa i no período t ;

$\Delta FincCP_{it}$ é a variação de Financiamentos de Curto Prazo para a empresa i no período t ;

ΔImp_{it} é a variação de Impostos a Pagar para a empresa i no período t ;

Dep_{it} são despesas de Depreciação e Amortização para a empresa i no período t .

No que tange os *accruals* discricionários, *proxy* de gerenciamento, estes são obtidos de forma residual, pois são calculados pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, sendo esta modelagem utilizada por Almeida e Bezerra (2012) e Kolozsvari e Macedo (2016). Pode-se obter pela seguinte equação:

$$DA_{it} = TA_{it} - NDA_{it} \quad [4]$$

Onde:

DA_{it} = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

TA_{it} = *accruals* totais da empresa i no período t ;

NDA_{it} = *accruals* não discricionários da empresa i no período t .

Para a realização da pesquisa, foram coletadas diversas variáveis na base de dados Económica para o desenvolvimento do modelo de gerenciamento adotado. Na Tabela 2 são apresentadas estas variáveis.

Tabela 2
Levantamento de variáveis da pesquisa.

Aplicação	Variáveis coletadas	Intervalo
<i>Accruals</i> não gerenciados	Ativo total, receitas líquidas, Ativo imobilizado, Fluxo de Caixa Operacional.	2013 – 2017
<i>Accruals</i> totais	Lucro líquido, Ativo circulante, disponibilidades, passivo circulante, impostos a pagar e despesas de depreciação.	2013 – 2017
<i>Accruals</i> discricionários	<i>Accruals</i> não gerenciados e <i>accruals</i> totais	2013 – 2017

Fonte: Elaborada pelo autor.

Portanto, pode-se entender, conforme estudo de Baptista (2008), que valores negativos para os *accruals* discricionários sugerem gerenciamento com o objetivo de reduzir lucro; os valores positivos, gerenciamento com o objetivo de aumentar lucro; já para os valores próximos de zero, sugere-se ausência de gerenciamento.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta pesquisa, buscou-se verificar a hipótese de que o Fluxo de Caixa Operacional possui relação com o gerenciamento de resultados nas entidades analisadas. Sendo assim, foram analisados os dados de demonstrativos financeiros relativos ao período de 2013 a 2017. Dessa forma, como se tem diversos indivíduos (empresas) observados em diferentes momentos, pode-se classificar os dados levantados como do tipo painel. Os modelos para dados em painel apresentam como vantagem o controle sobre a heterogeneidade presente nos indivíduos. Existem dois tipos principais de modelos de dados em painel: modelo de efeitos fixos e de efeitos aleatórios.



De acordo com Gujarati e Porter (2008), o modelo de efeitos fixos controla a idiosincrasia dos indivíduos, assumindo que essas características são constantes ao longo do tempo. Para realizar esse controle, supõe-se que o intercepto do modelo varia para cada indivíduo. Portanto, o modelo de efeitos fixos pode ser dado por:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + e_{it}$$

Onde,

y_{it} – é a variável resposta para o indivíduo i no tempo t ;

α_i – é o intercepto que contém o efeito idiosincrático do indivíduo i ;

β_k – é o coeficiente relacionado à variável x_k ;

e_{it} – é o erro aleatório para o indivíduo i no tempo t .

De acordo com Gujarati e Porter (2008), o modelo de efeitos aleatórios apresenta a mesma suposição do modelo de efeitos fixos, de que os efeitos individuais são constantes ao longo do tempo. Entretanto, os modelos se diferenciam em relação ao tratamento dado aos interceptos. O modelo de efeitos aleatórios trata os interceptos como variáveis aleatórias. Dessa forma, os interceptos são modelados como:

$$\beta_{0i} = \bar{\beta}_0 + \alpha_i$$

Onde, α_i capta as diferenças entre os indivíduos e $\bar{\beta}_0$ corresponde ao intercepto populacional. Dessa forma, o modelo de efeitos aleatórios é apresentado como:

$$y_{it} = \bar{\beta}_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + v_{it}$$

Em que $v_{it} = e_{it} + \alpha_i$ representa o erro.

Como existe correlação entre os erros dos indivíduos, o método de estimação utilizado é o dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) que oferece estimativas melhores do que o Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Nesta pesquisa utilizou-se o modelo de efeitos aleatórios, tendo em vista que o modelo de efeitos fixos, apesar de apresentar um resultado significativo no teste F, o R2 ajustado apresentou valor negativo, o que indica a falta de poder explicativo.

Com o objetivo de analisar a equação modelo, utilizada para a captação do gerenciamento de resultados, todas as variáveis foram divididas pelo valor do ativo no início do período como forma de padronizá-las. Em seguida, foi analisada a correlação entre elas de forma a evitar o problema de multicolinearidade, como pode ser observado na Figura 4, denominada matriz de correlação na forma gráfica.

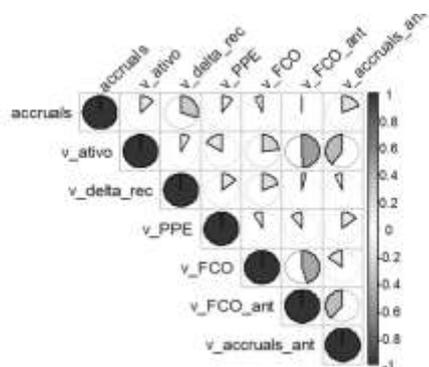


Figura 4
Matriz de Correlação na forma gráfica.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Figura 5, pode-se verificar esta matriz de correlação na forma numérica:

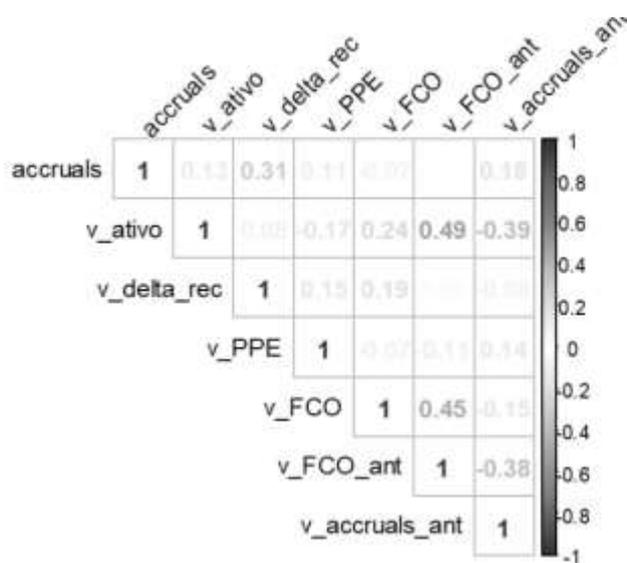


Figura 5

Matriz de Correlação na forma numérica.

Fonte: Elaborada pelo autor.

Nesse sentido, nota-se que as seguintes variáveis possuem correlação razoavelmente elevada:]

- v_ativo e v_FCO_ant;
- v_ativo e v_accruals_ant;
- v_FCO e v_FCO_ant;
- v_FCO_ant e v_accruals_ant.

Apesar dessa observação, também foi feito o diagnóstico de multicolinearidade utilizando a estatística VIF (*Variance Inflation Factor*). Os VIF medem quanto a variância de um coeficiente de regressão estimado aumenta se seus preditores estão correlacionados. Quando um VIF é maior que 5, o coeficiente de regressão para esse termo não é estimado de maneira apropriada. Os resultados dos VIF para o modelo estimado são apresentados na Tabela 3:

Tabela 3

Teste de Multicolinearidade pela estatística VIF.

Variável	VIF (<i>Variance Inflation Factor</i>)
v_ativo	1,142
var_rec	1,102
PPE	1,084
FCO	1,213
FCO_ant	1,219
accruals_ant	1,075

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Tabela 3 pode-se verificar, pelas estatísticas VIF, que não ocorreu problema de multicolinearidade, pois os coeficientes foram menores que 5.

A Tabela 4 apresenta os resultados obtidos com a regressão com base no modelo de efeitos aleatórios:

Tabela 4**Modelo de efeitos aleatórios para estimação dos *Accruals* não discricionários do modelo de Pae.**

Variáveis	Coefficientes	Erro padrão	T	P- valor
$1/A_{t-1}$	299,931	4018,310	0,073	0,941
ΔR_{it}	0,430	0,079	5,437	0,001
PPE_{it}	-0,301	0,154	-0,196	0,084***
FCO_{it}	-0,996	0,080	-43,93	0,001
FCO_{it-1}	0,879	0,125	7,020	0,001
TA_{it-1}	0,565	0,6577	6,528	0,001
Constante	0,001	0,001	0,005	0,01
<i>R-Squared</i>	0,677			
R2 (ajustado)	0,643			
<i>F-statistic</i>	19.9484			
Signif. codes	***0,01			

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Tabela 4 verifica-se que o (R2 ajustado) correspondeu a 0,643, ou seja, 64% dos *accruals* totais podem ser explicados pelas variáveis independentes, possuindo o modelo pelo método de efeitos aleatórios, o melhor poder explicativo para os dados analisados. Pode-se constatar que assim como nos trabalhos realizados por Almeida e Bezerra (2012) e Kolozsvari e Macedo (2016), o sinal esperado para o coeficiente da variação na receita líquida (ΔR_{it}) nem sempre é bem definido, pois uma variação na receita pode acarretar variações positivas (aumento nas contas a receber) ou negativas (aumento nas contas a pagar) sobre o lucro.

No que tange o coeficiente do ativo imobilizado e intangível (PPE_{it}), espera-se um sinal negativo. Isso ocorre porque estes grupos estão relacionados aos *accruals* redutores do lucro como, por exemplo, depreciação e amortização. Para o coeficiente do Fluxo de Caixa Corrente (FCO_{it}), espera-se sinal positivo, pois isso se justifica em função do papel dos *accruals* de compensar os efeitos transitórios do Fluxo de Caixa. Para as variáveis Fluxo de Caixa (FCO_{it-1}) e *accruals* defasados (TA_{it-1}), as pesquisas realizadas por esses autores também obtiveram sinais positivos.

Verificou-se também que, com exceção do coeficiente do Fluxo de Caixa Corrente (FCO_{it}), todos os demais sinais obtidos para os coeficientes foram os mesmos obtidos por Almeida e Bezerra (2012), ou seja, a variável variação na receita líquida (ΔR_{it}) foi positiva, os ativos imobilizado e intangível (PPE_{it}) foram negativos, e o Fluxo de Caixa

(FCO_{it-1}) e os *accruals* defasados foram positivos. Vale salientar que a pesquisa realizada por Almeida e Bezerra (2012) e Kolozsvari e Macedo (2016) também apresentou o coeficiente do Fluxo de Caixa Corrente (FCO_{it}) negativo.

Conforme a aplicação das equações para a captação do gerenciamento de resultados, foi possível evidenciar o resultado do gerenciamento por período.

Tabela 5

Gerenciamento de resultados das empresas pesquisadas no período de 2013 a 2017.

Períodos	DAit (1-2)	TAit (1)	NDAit (2)
2013	3.400.922	30.917.474	27.516.552
2014	2.863.860	28.638.597	25.774.737
2015	2.355.815	26.175.726	23.819.911
2016	-573.680	28.683.993	29.257.673
2017	-267.699	26.769.870	27.037.569

Fonte: Elaborada pelo autor. Adaptada de Almeida e Bezerra (2012).

Constatou-se, na Tabela 5, que houve gerenciamento de resultados nos cinco anos pesquisados, sendo que, de 2013 a 2015, as entidades gerenciaram seus resultados com o objetivo de aumentá-los, uma vez que os *accruals* discricionários foram positivos. No período de 2016 e 2017, as empresas gerenciaram seus resultados com o objetivo de diminuí-los, tendo em vista que os *accruals* foram negativos. O período com maior incidência de gerenciamento de resultado foi o ano de 2013.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou estudar se o Fluxo de Caixa Operacional contribuiu para o gerenciamento de resultados em empresas Incorporadas listadas na B3 Bovespa, no período de 2013 a 2017. Para o desenvolvimento desta pesquisa, foi utilizado o modelo de Pae (2005), sendo levantada a hipótese de que estas entidades praticam o gerenciamento de resultados por meio do Fluxo de Caixa Operacional.

Com o objetivo de validar esta hipótese, foi aplicado o modelo de regressão linear, utilizando o método de efeitos aleatórios, e constatou-se que a hipótese é verdadeira, pois foram identificadas evidências de que as empresas analisadas praticaram o gerenciamento de resultados, sendo o ano de 2013 o período com maior gerenciamento positivo, e 2016 o maior período com gerenciamento negativo.

No que tange a relação do Fluxo de Caixa com o gerenciamento de resultados, a pesquisa demonstrou, por meio do estudo das variáveis, que o FCO (Fluxo de Caixa Operacional) teve influência relevante no gerenciamento de resultados. Entende-se que as escolhas contábeis podem gerar impactos de forma indireta no Fluxo de Caixa, por meio de variáveis como pagamento de dividendos, bem como outras variáveis como antecipar vendas e adiar pagamento de despesas podem ter influência direta no caixa da entidade.

Os resultados apresentados nesta pesquisa não são exaustivos. No entanto, assim como em outros estudos, podem ajudar a elucidar as questões complexas voltadas às práticas de gerenciamento de resultados nas empresas.

REFERÊNCIAS

- Almeida, D. M., & Bezerra, F. A. (2012). Influência do fluxo de caixa operacional no gerenciamento de resultados em empresas da construção civil listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da Unisinos*, 9(3), 228-238.
- Baptista, E. M. B. (2008). *Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados* (Tese de doutorado). Repositório Digital UFRGS. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil. Recuperado de <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/15347>.
- Bonfim, M. P., Pires, J. S., Gonçalves, R. S., & Tibúrcio, C. A. S. (2016). Adoção ao padrão IFRS e suavização dos resultados nas seguradoras brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 12(4), 152-171.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis (2010). *CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa*. Recuperado de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2010.pdf
- Dantas, J. A., Borges, M. A. B., & Fernandes, B. V. R. (2018). Gerenciamento de resultados contábeis em cooperativas de crédito no Brasil. *Revista Ambiente Contábil – Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)*, 10(2), 342-363.
- Dutra, E. S., & Costa, F. M. (2014). A relação entre gerenciamento de resultados e conservadorismo contábil em companhias abertas brasileiras. *Journal Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 149-170.
- Gaganis, C., Hasan, I., & Pasiouras, F. (2015). Regulations, institutions and income smoothing by managing technical reserves: international evidence from the insurance industry. *Omega The International Journal of Management Science*,



5(10), 113-129.

Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S., & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC* (3a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Gray, S. J., Kang, T., Lin, Z., & Tang, Q. (2015). Earnings Management in Europe Post IFRS: Do Cultural Influences Persist? *Mir – Management International Review*, 55(6), 827-856.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2008). *Basic Econometrics* (5a ed.). New York, NY: McGraw-Hill.

Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.

Iudícibus, S. (2015). *Teoria da Contabilidade* (13a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Kajimoto, C. G. K., & Nakao, S. H. (2018). Persistência do lucro tributável com a adoção das IFRS no Brasil. *Revista de Contabilidade Vista & Revista*, 29(1), 130-149.

Kolozsvari, A. C., & Macedo, M. A. S. (2016). Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 27(72), 306-319.

Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review (BBR)*, 10(4), 1-31.

Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras (Tese de doutorado). Biblioteca Digital USP. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/pt-br.php>

Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas* (3a ed.). São Paulo, SP: Atlas.

Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil? *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73-90.

Mota, R. H. G., Silva Filho, A. C. C., Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário Brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6-26.

Oliveira, A. B. S., & Santos, D. S. (2013). IFRS e CPC: *Guia de Aplicação Contábil para Contexto Brasileiro*. São Paulo, SP: Saraiva.

Pae, J. (2005). Expected accrual models: the impact of operating cash flows and



reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(1), 5-22.

Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* (Tese de doutorado). Biblioteca Digital USP. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>.

Rodrigues, R. M. R. C., Paulo, E., & Melo, C. L. L. (2018). Gerenciamento de resultados por decisões operacionais para sustentar desempenho nas empresas não financeiras do IBOVESPA. *Revista de Contabilidade Vista & Revista*, 28(3), 82-102.

Silva, J. P., Borges, T. J. G., Gonçalves, R. S., & Nascimento, D. V. R. (2017). Convergência ao padrão IFRS e suavização de resultados em empresas de energia elétrica. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da Unisinos*, 14(4), 281-296.