



EMISSÃO DE DEBÊNTURES E GERENCIAMENTO DE RESULTADO NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

DEBENTURE ISSUE AND INCOME MANAGEMENT IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

EMISIÓN DE DEBENTACIÓN Y GESTIÓN DE INGRESOS EN EL MERCADO DE CAPITALES BRASILEÑO

MARINÊS TAFFAREL

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste. Especialista em Gestão de Negócios (UFPR). Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná - UFPR. Doutora em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUC PR. Atualmente é professora de ensino superior do Setor de Sociais Aplicadas, departamento de Ciências Contábeis na Universidade Estadual do Centro-Oeste- UNICENTRO. **E-mail:** mtaffarel@unicentro.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-8862-7435>.

WESLEY SCHROEDER

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste (UNICENTRO). Assistente Administrativo na Cooperativa Sicredi Centro Sul PR/SC/RJ. **E-mail:** wesleyschroeder278@gmail.com Orcid:<https://orcid.org/0000-0002-6116-6579>.

MARICLÉIA APARECIDA LEITE NOVAK

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste - UNICENTRO. Especialista em Auditoria e Controladoria pela UNICESUMAR e em Gestão Pública Municipal pela Universidade Estadual do Centro-Oeste - UNICENTRO. Mestre no programa Interdisciplinar em Desenvolvimento Comunitário pela Universidade Estadual do Centro-Oeste - UNICENTRO. Doutoranda no programa Interdisciplinar em Desenvolvimento Comunitário pela Universidade Estadual do Centro-Oeste - UNICENTRO. Professora colaboradora do departamento de Ciências Contábeis na Universidade Estadual do Centro-Oeste- UNICENTRO. **E-mail:** maricleia@hotmail.com.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-7334-9287>.





GELSON MENON

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual do Centro-Oeste (2013) e em História pela Universidade Estadual do Centro-Oeste. Especialista em Direito Tributário pela Universidade Anhanguera e em Perspectivas do Ensino de História do Brasil pela Universidade Estadual do Centro-Oeste. Mestre em Desenvolvimento Comunitário. Atualmente é Contador e Professor de Ensino Superior na Universidade Estadual do Centro-Oeste. **E-mail:** gelsonmenon@gmail.com. **Orcid:** <https://orcid.org/0000-0002-6320-5965>.

RESUMO

Na presente pesquisa buscou-se verificar se existem diferenças significativas nos indicadores financeiros, bem como, nos modelos que medem possíveis realizações de gerenciamento de resultados em empresas emissoras de debêntures, em relação às empresas não emissoras destes títulos de dívidas, como forma de financiamento de seus ativos. Os procedimentos são de pesquisa bibliográfica, documental com abordagem quantitativa das informações. O período de análise corresponde 01/01/2015 a 31/12/2018. Os resultados da pesquisa empírica mostraram que as empresas emissoras e não emissoras de debêntures apresentam diferenças significativas em seus indicadores. De acordo com a pesquisa, as empresas emissoras apresentam maiores dívidas, prejuízo médio geral e menor rentabilidade do patrimônio líquido. Os testes de acumulações discricionárias no Modelo de Jones e Jones Modificado, mostram que as empresas emissoras de debêntures tendem a apresentar mais acumulações discricionárias ou um indício de gerenciamento de resultado maior, quando comparado com as empresas não emissoras.

Palavras-chave: Debêntures; Endividamento; Gerenciamento de Resultados; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The present research sought to verify if there are significant differences in the financial indicators, as well as, in the models that measure possible achievements of earnings management in companies that issue debentures, in relation to the companies that do not issue these debt securities, as a way of financing debt. your assets. The procedures are bibliographic, documentary research with a quantitative approach to the information. The analysis period corresponds 01/01/2015 to 12/31/2018. The results of the empirical research showed that debenture issuing and non-issuing companies have significant differences in their indicators. According to the survey, the issuing companies have higher debts, a general average loss and lower return on equity. The tests of discretionary accumulations in the Modified Jones and Jones Model, show that the companies that issue debentures tend to present more discretionary accumulations or a better indication of earnings management, when compared with the non-issuing companies.





Keywords: Debentures; Indebtedness; Earnings Management; Capital Market.

RESUMEN

La presente investigación buscó verificar si existen diferencias significativas en los indicadores financieros, así como en los modelos que miden posibles logros de la gestión de resultados en empresas que emiten debentures, en relación con empresas que no emiten estos títulos de deuda, como una forma de financiar sus activos. Los procedimientos son de investigación bibliográfica, documental con un enfoque cuantitativo de la información. El período de análisis corresponde al 01/01/2015 al 31/12/2018. Los resultados de la investigación empírica mostraron que las empresas emisoras y no emisoras de obligaciones tienen diferencias significativas en sus indicadores. Según la encuesta, las empresas emisoras tienen mayores deudas, una pérdida promedio general y una menor rentabilidad sobre el capital. Las pruebas de acumulaciones discrecionales en el Modelo de Jones y Jones Modificado, muestran que las empresas que emiten debentures tienden a presentar acumulaciones más discrecionales o una mejor indicación de gestión de utilidades, en comparación con las empresas no emisoras.

Palabras llave: Obligaciones; Endeudamiento; Gestión de resultados; Mercado de capitales.

1. INTRODUÇÃO

As empresas podem financiar os seus investimentos por meio de diferentes fontes de recursos, por capitais próprios ou de terceiros, os quais formam sua estrutura de capital. A estrutura de capital mais adequada para uma empresa é aquela em que a relação entre o Exigível em Longo Prazo e o Patrimônio Líquido cause o menor custo de capital. No entanto, apesar do avanço dos estudos nesta área, ainda não existem teorias conclusivas sobre a estrutura ótima de capital (HOJI, 2010).

Segundo Bukargy *et al.* (2019) por Estrutura de Capital entende-se como a maneira que empresas utilizam o capital próprio e o capital de terceiros para financiamento dos seus ativos. Em termos gerais, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, o recurso proveniente de capital inicial ou de investimentos na empresa por arte dos acionistas, enquanto o capital de terceiros envolve os recursos obtidos por meio do endividamento, ou seja, empréstimos.





Para Nisiyama e Nakamura (2015) julgam inexistir uma teoria de estrutura de capital, com capacidade de influenciar nas escolhas entre o financiamento por emissão de títulos de dívidas, por ações ou capital próprio. Diversas são as teorias, cada uma com seu grau de importância e valor para a instituição, tudo isso dependendo dos ativos e operações que cada organização tem em particular. Assim, são diversas as formas como as empresas podem levantar os recursos, entre eles destacam-se as dívidas bancárias, emissão de títulos e valores imobiliários, como empréstimos, notas promissórias, debêntures, entre outros (CAPRIOTI E SCHMID, 2017)

Conforme Francisco e Menezes (2018) existem três formas de financiamentos que as empresas buscam captar para seu próprio benefício. A primeira é a contratação de um financiamento bancário, a segunda é utilização de seus próprios recursos e a terceira é a emissão de títulos diretamente para os investidores, as debêntures, tornando uma opção viável para o empreendimento de grandes proporções.

As debêntures são títulos de dívidas de grande flexibilidade, utilizadas para a captação de recursos, destacam como o principal ativo utilizado pelas instituições financeiras do Brasil. No ano de 2017 ocorreu uma alta nas emissões de debêntures, julgada como um forte indicador de retomadas das operações de mercado, esse aumento teve como fator primordial a queda da taxa de juros Selic, desta forma minimizando o custo de captação das instituições (ANBIMA, 2018).

Apesar de o expressivo aumento na emissão de debêntures, algumas indagações permanecem, especialmente quanto à forma de emissão destes títulos e a possível utilização das mesmas para obtenção de vantagens no mercado, por meio do gerenciamento de resultados. Matsumoto e Pereira (2007) afirmam que o gerenciamento de resultado é uma manipulação formal das contas de resultado, que tem a intenção de modificar, alterar e distorcer as informações contábeis da empresa, tornando a imagem dessas informações distorcidas, não condizente com os relatórios apresentados.

Dessa forma o destaque para estudos sobre o gerenciamento de resultado na presente pesquisa busca verificar se existem diferenças significativas nos indicadores financeiros, bem como, nos modelos que medem possíveis realizações de





gerenciamento de resultados em empresas emissoras de debêntures, em relação às empresas não emissoras destes títulos como forma de financiamento de seus ativos.

Neste contexto, a pesquisa se mostra relevante para os investidores que buscam por empresas consolidadas para aplicar seu capital, avaliando se as empresas emissoras de debêntures tendem a apresentar informações com indícios de gerenciamento de resultados.

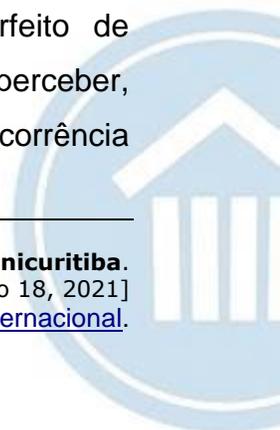
2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 PECKING ORDER

A teoria da Pecking Order baseia-se nas empresas utilizarem primeiro seus recursos internos provenientes de seus resultados, logo após isso, buscar por emissões de títulos de dívidas e capital de terceiros (Nascimento, 2012). O modelo de ordem de importância se define para a utilização das fontes de recursos pela empresa, demonstrando a ordem: lucros remetidos, recursos de terceiros, emissão de novas ações ordinárias e preferenciais (Neto, 2010).

Segundo Ffirst *et al.* (2017) definem que se caracteriza Peckig Order as empresas que seguem uma ordem hierárquica, onde dá preferência ao financiamento interno do que ao externo, caracterizado pela teoria Trade-Off. Esta ordem apresenta a obtenção de recursos para financiamento de novos projetos, muitas vezes financiar investimentos com ativos arriscados é caro e não devem ser implementados. Logo os dividendos são menos atrativos para firmas com pouca lucratividade, as quais descartam a aplicação de recursos próprios para o financiamento novos projetos (Silva e Brito, 2005).

Segundo Bastos e Nakamura (2009) não existe um sistema perfeito de endividamento para as empresas, a partir da teoria da Pecking Order é fácil de perceber, pois as empresas com alta lucratividade preferem contrair menos dívidas, em decorrência





de que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, ao passo que empresas menos lucrativas necessitam de capital de terceiros para financiar seus projetos.

Para a teoria Pecking Order, não há estrutura de capital definida e não existe um nível ótimo de endividamento na empresa (FIIRST *et al.*, 2017). As empresas armazenam capacidade de endividamento quando possuem recursos internos suficientes para financiar seus investimentos. Até as empresas com baixo grau de endividamento utilizam de recursos em excesso para reduzir a alavancagem com o passar do tempo (ALBANEZ, 2008). As empresas mais lucrativas, com alta capacidade de gerar caixa, preferem utilizar seus recursos próprios, onde a empresa é capaz de obter os recursos suficientes para se financiar, por outro lado se não for o suficiente, a empresa opta para as fontes de recursos externas por meio da emissão de ações e títulos de dívidas (NETO, 2010).

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

As empresas, para superar suas necessidades financeiras, podem recorrer ao capital próprio e/ou ao capital de terceiros. A Estrutura de Capital segundo Fiirst *et al.* (2017) fundamenta-se na combinação entre capital de terceiros e capital próprio que a empresa utiliza para financiar os seus investimentos. De tal modo, o administrador deve decidir o montante a tomar emprestado e qual a fonte mais barata para se usar.

A melhor estrutura de capital para empresa é aquela que a relação entre o Exigível em Longo Prazo e o Patrimônio Líquido produza o menor custo de capital, porém ainda não existem teorias conclusivas sobre a estrutura ótima de capital. Fiirst *et al.* (2017) ao pesquisarem a estrutura de capital de empresas, encontram padrões gerais e concluem que a estrutura de capital das empresas depende de quatro fatores principais relacionados às características das empresas, que são: I) Tamanho; II) Tangibilidade; III) Lucratividade e IV) Valor de mercado sobre valor contábil.





Segundo Cunha, Rocha e Vieira (2018) a estrutura de capital está relacionada com o financiamento das empresas, enquanto a política de dividendos se refere à decisão de distribuição ou não dos resultados obtidos pelas mesmas. Os dividendos deverão ser pagos pelas empresas mais lucrativas. Quanto menos endividada a empresa estiver, maior será o seu lucro e por isso uma maior quantia deverá ser distribuída aos acionistas em forma de dividendos.

A utilização de capital de terceiros se torna menos arriscada comparado a utilização de capital próprio. Ao tomar a decisão de endividamento, a empresa assume um compromisso com concisão fixa e estabelecida, não ficando seu resgate ao sucesso da aplicação desses recursos (NETO, 2010).

2.3 FINANCIAMENTOS DAS EMPRESAS POR MEIO DE DEBÊNTURES

As empresas buscam por diversas fontes de recursos, entre elas de capital próprios ou de terceiros, considerando muitos estudos feitos para a tomada de decisão certa, em qual tipo de financiamento definir. Não levando em conta apenas a identificação da proporção de capital próprio ou de terceiros, mas sim as obrigações que a empresa contrata e mantém. Segundo Tavares (2008) cada empresa tem suas características próprias e ambiente institucional que estão inseridas, surgindo as diferenças de acesso à linha de financiamento internacional ou financiamento à longo prazo.

Em meio a tantas empresas no mercado nacional, são poucas que tem acesso ao mercado mundial de crédito, que geralmente são limitadas para as grandes empresas. Além de ter facilidade ao crédito de Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e em bancos privados, podem promover a emissão de títulos de dívidas e empréstimos em bancos internacionais (PRATES; LEAL, 2005). As empresas podem levantar os recursos por meio da obtenção de dívidas bancárias, emissão de títulos e valores imobiliários, como as notas promissórias e debêntures.

Segundo B3 (2019), as debêntures são títulos de dívidas que gera um direito a crédito, assegurando a seus detentores o direito contra a emissora e consequentemente





recebendo uma remuneração. São emitidas por sociedades anônimas de capital aberto ou fechado para financiar projetos, novas instalações, capital de giro, etc. Em vez de tomar empréstimo junto a um banco, ela emite debêntures, assim diminuindo seu custo médio, pagando uma taxa de juros menor para os investidores.

Podem ser divididas em quatro segmentos, debêntures simples ou comum, conversíveis e permutáveis. As debêntures simples ou comum não são conversíveis em ações e não prevê a existência de bônus, realizado a emissão e resgate na própria moeda nacional. Segundo a escritura pública de emissão, as debêntures conversíveis podem ser convertidas em ações da própria empresa, emitida e resgatada na própria moeda nacional. As debêntures permutáveis ou conversíveis podem ser transformadas em ações de outras empresas, normalmente uma empresa dentro do próprio grupo conglomerado, ou de qualquer outra instituição, tudo segundo a cláusula de emissão (ANDIMA; ABRASCA, 2008).

Segundo a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro - ANBIMA (2008) as debêntures oferecem remuneração aos seus titulares de forma de juros fixos ou flutuantes, ou seja, são pagos no vencimento do título ou pagos periodicamente. Para a tributação do Imposto de Renda (IR) as debêntures são consideradas como títulos de renda fixa, no qual, incide sobre qualquer tipo de rendimento gerado ao debenturista, seja ele decorrente de pagamento periódico, amortização, alienação, liquidação, resgate, cessão, repactuação ou conversão em ações, à alíquota em vigor no momento em que os rendimentos são produzidos.

2.4 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

Na busca por espaço e competitividade no mercado, as empresas precisam de um controle eficiente, para que seus gestores possam estar cientes dos eventos que ocorrem





na empresa, facilitando a tomada de decisões em momentos certos e oportunos (RONALDO *et al.*, 2017).

As informações contábeis podem ser utilizadas para atender as necessidades dos gestores e administradores na captação de recursos, em uma lógica oportunista ou numa potencialização do valor, demonstrando informações a induzir credores a assumir uma postura favorável à empresa (BARBOSA *et al.*, 2015). As informações contábeis possibilitam uma flexibilidade para escolha do método de mensuração e evidenciação, que podem afetar a análise econômico-financeira e o processo de tomada de decisões (PAULO; LEME, 2009).

Para a prática dos administradores, se baseiam como uma manipulação das informações contábeis para interferir intencionalmente diretamente nas informações contábeis apresentadas. Essa prática leva os gestores a gerenciar os resultados, os quais são classificados como vinculados ao mercado de capitais, voltado a distorcer a percepção sobre o real risco da empresa e induzir investidores a menores expectativas de lucros futuros; por motivações contratuais entre a empresa e diversos grupos, para obter limites de crédito e melhores condições de financiamentos (COELHO; LOPES, 2007).

3. METODOLOGIA

A pesquisa quanto aos objetivos caracteriza-se como descritiva, em relação aos procedimentos trata-se de um estudo bibliográfico, documental e quanto à abordagem do problema, quantitativa. Para o tratamento dos dados foram comparados os indicadores contábeis e índices de gerenciamento de resultados de empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Assim a população da pesquisa são as empresas listadas no Brasil, Bolsa e Balcão.





Quadro 1 – Empresas Emissoras e não Emissoras

	Nº de Empresas Analisadas	%
Empresas Emissoras de Debêntures	21	30%
Empresas Não Emissoras de Debêntures	49	70%
Total	70	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Conforme o Quadro 01 é possível visualizar a amostra da pesquisa, composta de empresas emissoras de debêntures e as empresas listadas no Índice Ibovespa que não emitiram debêntures no período de 2015 a 2018. A escolha das empresas deu-se em função de serem sociedades anônimas de capital aberto possibilitando assim o acesso aos dados contidos nas demonstrações contábeis.

A obtenção dos dados deu-se no site da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) o qual mostra o valor das negociações e espécies dos títulos de dívidas. Das 37 empresas emissoras de debêntures no período de janeiro de 2015 a dezembro de 2018, apenas 21 empresas têm seus dados disponíveis na base de dados Fundamentus. O presente estudo foi realizado a partir das 21 empresas emissoras e mais 49 empresas que não emitiram debêntures. As empresas não emissoras de debêntures foram selecionadas por meio das participantes do IBOVESPA, retirando da amostra as instituições financeiras por apresentarem características estruturais diferenciadas.

Para verificar a existência do gerenciamento de resultado, foram estimadas proxies empíricas utilizando dois modelos de accruals discricionários, os modelos de Jones e de Jones modificado com a inclusão do indicador de Rentabilidade do Ativo (ROA). Segundo Martinez; Faria, (2003) o modelo de Jones consiste em utilizar a alteração das receitas líquidas e valores dos ativos permanentes, considera que os accruals não discricionários provem do gerenciamento de resultados resultantes das variáveis que são medidas em termos dos ativos totais.

As acumulações ou accruals representam a diferença entre o lucro líquido decorrente da aplicação do Regime de Competência e o fluxo de caixa líquido. Assim no





presente estudo são aplicadas as métricas da pesquisa adotadas por de Sincerre *et al.* (2016). Para tanto, as estimativas do Modelo de Jones Modificado, as acumulações correntes são apresentadas pela Equação 1:

$$\frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

Acumulações_Correntes_{i,t}: (AC_{i,t} - AC_{i,t-1}) - (PC_{i,t} - PC_{i,t-1});

AC_{i,t} é o ativo circulante da empresa i no trimestre t;

PC_{i,t} é o passivo circulante da empresa i no trimestre t;

CR_{i,t} são as contas a receber da empresa i no trimestre t;

RL_{i,t} são receitas líquidas da empresa i no trimestre t;

AT_{i,t} é o ativo total da empresa i no trimestre t.

Segundo Bezerra (2014) quando se fala em acumulações (*accruals*) pode-se ter acumulações correntes e não correntes. As acumulações correntes são aquelas contas de resultado que possuem como contrapartida contas no ativo ou passivo circulante. As acumulações não correntes são contas de resultado com contrapartida em contas que não estão no circulante. O investigador ao escolher este modelo vai efetuar uma regressão múltipla, estimando os coeficientes para realizar o cálculo das acumulações não discricionárias, representando a diferença das acumulações totais menos as acumulações não discricionárias.

Ao aplicar o Modelo (Jones Modificado) as acumulações correntes discricionárias são estimadas por:

$$Acumulações_Discricionárias_{i,t} = \frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - \hat{\beta}_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) - \hat{\beta}_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$





No Modelo, as Acumulações_Discricionárias i,t representam o gerenciamento de resultado para a empresa i no trimestre t , que é calculado como a diferença entre as variáveis $AC_{i,t}$ (acumulações correntes ponderadas pelos ativos totais em $t-1$ e acumulações não discricionárias [resultante da estimação dos betas do modelo 1]).

No modelo Jones Modificado com ROA, as acumulações correntes são demonstradas, conforme Equação 3:

$$\frac{Acumulações_Correntes_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{(RL_{i,t} - RL_{i,t-1}) - (CR_{i,t} - CR_{i,t-1})}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 (ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Na Equação 3, o $ROA_{i,t}$ é o retorno sobre os ativos da empresa i no trimestre t . Assim uma vez estimadas as acumulações discricionárias, por meio do software Gretl, as análises da pesquisa consistiram em verificar se o desempenho financeiro e as acumulações discricionárias, representativas do gerenciamento de resultado apresentam médias estatisticamente diferentes para as empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Para tanto, foram selecionados sete indicadores contábeis relacionados a estrutura de capital ou endividamento, liquidez e rentabilidade, os indicadores selecionados são mostrados no Quadro 2.

Quadro 2 – Indicadores Financeiros Selecionados

Indicadores	Fórmula	Interpretação
Liquidez Corrente (LC)	AC/PC	Facilidade de converter um ativo em dinheiro
Endividamento Geral (EG)	(PC+PNC) / Ativo Total x 100	mostra o comprometimento do ativo da empresa para com capital de terceiros





Retorno do Ativo (ROA)	(Lucro Líquido/Ativo médio) x 100	Eficiência da aplicação do ativo
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL)	(Lucro Líquido/Patrimônio Líquido Médio) x 100	Mostra o quanto de lucro a companhia gera com o dinheiro investido pelos acionistas
Composição do Endividamento (CE)	(PC/Capital de Terceiros) x 100	mostra o percentual de obrigações a curto prazo em relação as obrigações totais
Grau de Alavancagem Financeira (GAF)	RPL/ROA	consiste na capacidade da empresa em trabalhar com recurso de terceiros
Marquem Líquida (ML)	Lucro Líquido/Receita Líquida	É a fração de cada real de vendas que resultou em lucro líquido

Fonte: Elaborado pelos Autores (2019)

Para as análises foi considerado o teste não paramétrico de Kolmogorov-Smirnov para amostras independentes, com intuito de verificar se há diferença entre os indicadores do grupo de empresas Emissoras e Não Emissoras de Debêntures.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Foram realizadas estatísticas descritivas das variáveis estimadas, Acumulações Discricionárias, tanto pelo Modelo Jones Modificado, Modelo Jones Modificado pelo ROA e os indicadores contábeis. Os resultados podem ser observados na Tabela 1.

A Tabela 1 apresenta o número de observações referente as 70 empresas analisadas nesta pesquisa. Em média as acumulações correntes discricionárias das instituições se mostraram negativas para as empresas emissoras e não emissoras de debêntures.

Tabela 1 - Estatística Descritiva

	N°	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
Acumulação Discricionária Modelo Jones	1050	-1.039,64	770,92	-2,359	50,1130





Endividamento	1050	0,17	20,65	0,7112	1,01932
ROA	1050	-3,64	17,77	0,0169	0,56461
Rentabilidade do PL	1050	-4,78	3,29	0,0242	0,28535
Composição do Endividamento	1050	0,04	0,95	0,3953	0,20231
Margem Líquida	1050	-132,43	125,5	-0,033	6,09969
Líquides Corrente	1050	0,01	13,44	1,7245	1,0561
Acumulação Discricionária Modelo Jones Modificado ROA	1050	-1039,65	770,99	-2,359	50,1135
Alavancagem	1050	-40,31	163,06	3,736	6,7093
Nº válido (de lista)	1050				

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Conforme a análise, todas as instituições apresentaram nível médio de endividamento, 71%. Este indicador representa a dependência de capital de terceiros das empresas para financiarem os seus ativos. A rentabilidade do ativo (ROA) fica em média entre 1% e 0,5%, mostrando a eficiência da aplicação dos ativos e quanto lucro as mesmas geram. A média do indicador rentabilidade do patrimônio é 2,42%.

A composição do endividamento mostra a proporção das dívidas de curto prazo em relação as dívidas de longo prazo, o indicador de 0,39, mostra que em média as dívidas estão concentradas no longo prazo. Por meio da margem líquida pode-se perceber que, em média as empresas apresentam prejuízo.

Destaque-se ainda que as empresas apresentem liquidez corrente de 1,72% e uma alavancagem de 3,73% que é o percentual sobre a rentabilidade do patrimônio líquido sobre a rentabilidade do ativo. A acumulação média pelo modelo Jones modificado pelo ROA e acumulações correntes apresentaram o mesmo valor de 2,35%. Na sequência foi realizada análise de correlação entre os indicadores estimados na pesquisa. Os resultados podem ser observados na Tabela 2.

Tabela 2 - Correlações Dos Indicadores Contábeis

		Alavanc.	Endiv.	ROA	Rent. do PL	Comp. do Endiv.	Margem Líquida	L. Corrente
--	--	----------	--------	-----	-------------	-----------------	----------------	-------------





Alavancagem	Correlação de Pearson	1,000	-0,018	0,009	0,283**	-0,035	0,023	-0,060
	Sig. (2 extremidades)		0,561	0,762	0,000	0,257	0,447	0,054
Endividamento	Correlação de Pearson	-0,018	1,000	0,009	-0,036	0,194**	-,204**	-,210**
	Sig. (2 extremidades)	0,561		0,770	0,245	0,000	0,000	0,000
ROA	Correlação de Pearson	0,009	0,009	1,000	-,519**	0,005	-,622**	-0,015
	Sig. (2 extremidades)	0,762	0,770		0,000	0,867	0,000	0,619
Rentabilidade PL	Correlação de Pearson	,283**	-0,036	-,519**	1,000	-0,015	0,364**	0,040
	Sig. (2 extremidades)	0,000	0,245	0,000		0,616	0,000	0,197
Composição do Endividamento	Correlação de Pearson	-0,035	0,194**	0,005	-0,015	1,000	-0,021	-,325**
	Sig. (2 extremidades)	0,257	0,000	0,867	0,616		0,495	0,000
Margem Líquida	Correlação de Pearson	0,023	-,204**	-,622**	0,364**	-0,021	1,000	0,056
	Sig. (2 extremidades)	0,447	0,000	0,000	0,000	0,495		0,069
Líquides Corrente	Correlação de Pearson	-0,060	-,210**	-0,015	0,040	0,325**	0,056	1,000
	Sig. (2 extremidades)	0,054	0,000	0,619	0,197	0,000	0,069	

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Como pode ser observado na Tabela 2, apesar de alguns indicadores se apresentarem correlacionados, para nenhum dos casos o coeficiente foi superior a 0,70, evidenciando que os mesmos apresentam informações distintas, portanto, podem ser





utilizados de forma individual nas análises. Na Tabela 3, são mostrados os valores médios obtidos para as empresas Emissoras e Não Emissoras de Debêntures.

Tabela 3 - Médias: Empresas Emissoras e não Emissoras de Debêntures

	Debêntures	Nº de Observações	Média	Erro Desvio	Erro padrão da média
Acumulações Discricionárias Modelo Jones	Emissoras	315	1,7958	41,52165	2,33948
	Não Emissoras	735	-4,1395	53,30045	1,96602
Alavancagem	Emissoras	315	2,9446	5,27743	0,29735
	Não Emissoras	735	4,0752	7,21349	0,26607
Endividamento	Emissoras	315	0,9203	1,81615	0,10233
	Não Emissoras	735	0,6215	0,21691	0,00800
ROA	Emissoras	315	0,0336	1,03128	0,05811
	Não Emissoras	735	0,0097	0,02126	0,00078
Rentabilidade do PL	Emissoras	315	0,0151	0,43498	0,02451
	Não Emissoras	735	0,0281	0,18809	0,00694
Composição do Endividamento	Emissoras	315	0,3820	0,20487	0,01154
	Não Emissoras	735	0,4010	0,20108	0,00742
Margem Líquida	Emissoras	315	-0,3384	11,13382	0,62732
	Não Emissoras	735	0,0974	0,29369	0,01083
Líquides Corrente	Emissoras	315	1,7069	1,49724	0,08436
	Não Emissoras	735	1,7320	0,79676	0,02939
Acumulações Discricionárias Modelo Jones Modificado	Emissoras	315	1,7585	41,52159	2,33948
	Não Emissoras	735	-4,1235	53,30289	1,96611

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)





A Tabela 3 compara as médias dos índices entre as empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Diante dessas relações, nota-se que as empresas emissoras tendem a apresentar mais acumulações discricionárias tanto pelo modelo de Jones Modificado quanto pelo Jones Modificado pelo ROA. Ademais, pode-se constatar que as empresas emissoras se encontram mais endividadas, além de prejuízo médio geral e menor rentabilidade do PL, enquanto as empresas não emissoras apresentam maior rentabilidade do ativo.

Uma vez construído os indicadores médios para as empresas analisadas, consistiu-se em verificar se as variâncias dos indicadores mostravam homogeneidade dos dados, ou seja, se possuíam distribuição normal. Para tanto, foi realizado os testes Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, com o auxílio do software SPSS®, versão 20, buscando identificar se as variâncias dos indicadores obtidos para o grupo de empresas emissoras de debêntures e não emissoras de debêntures são estatisticamente diferentes. Os testes foram construídos a partir das seguintes hipóteses:

H0 = As variâncias dos grupos são iguais

H1 = As variâncias dos grupos são diferentes

Os resultados dos testes de normalidade podem observados na Tabela 4.

Tabela 4 - Teste de Normalidade

	Kolmogorov-Smirnova			Shapiro-Wilk		
	Estatística	GI	Sig.	Estatística	GI	Sig.
Alavancagem	0,306	1050	0	0,367	1050	0
Acumulações Discricionárias Modelo Jones	0,394	1050	0	0,159	1050	0
Endividamento	0,350	1050	0	0,179	1050	0
ROA	0,461	1050	0	0,037	1050	0
Rentabilidade do PL	0,316	1050	0	0,297	1050	0





Composição do Endividamento	0,115	1050	0	0,922	1050	0
Margem Líquida	0,434	1050	0	0,091	1050	0
Líquides Corrente	0,109	1050	0	0,786	1050	0
Acumulações Discricionárias Modelo Jones Modificado	0,394	1050	0	0,158	1050	0

a. Correlação de Significância de Lilliefors

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Observa-se que tanto para o teste de Kolmogorov-Smirnov quanto para o teste Shapiro-Wilk, os dados apresentam significância estatística inferior a 0,05 para todos os indicadores selecionados e Acumulações Discricionárias. Estes resultados indicam que as variâncias dos grupos são diferentes e, portanto, deve-se rejeitar a H_0 de igualdade das médias das variâncias entre grupos, adotando o teste não paramétrico Teste Kolmogorov-Smirnov para amostras independentes, para verificar se existe diferença entre os indicadores, do grupo de empresas Emissoras e Não Emissoras de Debêntures.

Para o teste de Teste Kolmogorov-Smirnov foram definidas hipóteses nulas e alternativas, como segue:

H_0 = As médias dos indicadores das empresas Emissoras e Não Emissoras de Debêntures são iguais;

H_1 = As médias dos indicadores das empresas Emissoras e Não Emissoras de Debêntures são diferentes;

O resultado do Teste não paramétrico Kolmogorov-Smirnov é mostrado no Quadro 3.

Quadro 3 - Resumo de Teste De Hipótese

	Hipótese nula	Teste	Sig.	Decisão
1	A distribuição de Alavancagem é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,028	Rejeitar a hipótese nula.





2	A distribuição de Acumulações Discricionárias Modelo Jones é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,000	Rejeitar a hipótese nula.
3	A distribuição de Endividamento é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,015	Rejeitar a hipótese nula.
4	A distribuição de ROA é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,000	Rejeitar a hipótese nula.
5	A distribuição de Rentabilidade do PL é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,196	Reter a hipótese nula.
6	A distribuição de Composição do Endividamento é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,102	Reter a hipótese nula.
7	A distribuição de Margem Líquida é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,014	Rejeitar a hipótese nula.
8	A distribuição de Líquides Corrente é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,000	Rejeitar a hipótese nula.
9	A distribuição de Acumulações Discricionárias Modelo Jones Modificado é igual nas categorias de debêntures.	Amostras Independentes de Teste Kolmogorov-Smirnov	0,001	Rejeitar a hipótese nula.
São exibidas significâncias assintóticas. O nível de significância é 0,050.				

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Como pode ser observado no Quadro 3, com exceção dos indicadores composição do endividamento e rentabilidade do PL, as empresas Emissoras e Não emissoras de debêntures apresentam indicadores médios diferentes para todos os demais indicadores.

As empresas emissoras apresentam um alto endividamento comparado com as não emissoras e esse teste é significativo, no entanto a rentabilidade delas do ativo tende a ser menor. A margem líquida das empresas emissoras é menor e tendem a apresentar mais dificuldade de correlação ao resultado no período analisado, embora o índice de liquidez apresenta-se muito próximo, com 1,70 para as emissoras e 1,73 para as não





emissoras, apesar de serem pequenas elas são estatisticamente diferentes, então as empresas emissoras tendem a apresentar menor liquidez.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente estudo objetivou-se verificar se os indicadores contábeis e as práticas de gerenciamento de resultados tendem a ser diferentes para as empresas emissoras e não emissoras de debêntures. Para tanto foram estimadas as acumulações discricionárias, representativas de práticas de gerenciamento de resultado, pelo modelo Jones e Modelo Jones Modificado, na sequência realizado teste de diferença de médias para verificar se os resultados das empresas se mostraram diferenciados.

Por meio de análises empíricas verificou-se que as empresas emissoras e não emissoras de debêntures apresentam diferenças significativas em seus indicadores. De acordo com a pesquisa, as empresas emissoras apresentam maiores dívidas, prejuízo médio geral e menor rentabilidade do patrimônio líquido.

Os testes de acumulações discricionárias no modelo de Jones e Jones Modificado demonstram que as empresas emissoras de debêntures tendem a apresentar mais acumulações discricionárias, que seria um indício de gerenciamento de resultado quando comparado com as não emissoras.

Segundo Bastos e Nakamura (2009) não existe um sistema perfeito de endividamento para as empresas, a partir da teoria da Pecking Order é fácil de perceber por que as empresas com alta lucratividade preferem contrair menos dívidas, isso ocorre em razão de que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, ao passo que empresas menos lucrativas acabam necessitando de capital de terceiros para financiar seus projetos.

As dificuldades apresentadas nessa pesquisa foram a indisponibilidade de dados relacionados às demonstrações contábeis e datas das emissões dos títulos de dívidas,





assim como, para analisar o comportamento dos indicadores financeiros houve dificuldade em avaliar o período no qual ocorreu o evento, impossibilitando saber ao certo, se as empresas manipularam seus resultados afim de atrair investidores

O tema abordado sobre o gerenciamento de resultado relacionado com a emissão de debêntures é relativamente atual na literatura contábil, estabelecendo um campo promissor para pesquisas nessa área. Permitindo que futuros estudos, aprofundem a temática, afim de melhorar e compreender a dinâmica do gerenciamento de resultado nas empresas integrantes da B3.

REFERÊNCIAS

ALBANEZ, T. **Impactos da assimetia de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto**. Universidade de São Paulo, 2008.

ANBIMA. **Introdução a Debêntures**. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/espacodoinvestidor/introducaoodebentures.asp>> Acessado em: 02 de julho de 2018.

ANDIMA; ABRASCA. **O que são debêntures?** p. 16, 2008. Disponível em: <http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf> acessado em: 01 de fevereiro de 2019.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BAKARGY, T. C. G. *et al.* Influência da Estrutura de Capital no Valor de Mercado de empresas do segmento de celulose listadas na B3: Ensaio com Regressão Linear. **III EIGEDIN**, v. 3, n. 1, p. 1-12, 2019.

BARBOSA, Josilene da Silva, *et al.* Divulgação voluntária e qualidade da informação contábil: Estudo com empresas do segmento BOVESPA Mais. **RIC**, v. 9, n. 3, p. 16, 2015.

BEZERRA., A. F. *et al.* Auditoria Independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: Estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas Big Four e Não Big Four. **Revista de Contabilidade**, v. 19, n. 3, p. 70-87, 2014.

BM&FBOVESPA, **Debêntures**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm. Acessado em 08 de outubro de 2018.





CAPRIOTTI, Bárbara Pereira; SCHMID, Marcelo Leoni. Os Títulos de Dívida Green Bonds e seus potenciais benefícios para o mercado Brasileiro. **Programa de Apoio à Iniciação Científica - PAIC**, v. 1, n. 1, p. 1-20, 2017.

COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. spe2, p. 121–144, 2007.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Pronunciamentos Técnicos Contábeis. **Comite de Pronunciamentos Contábeis**, p. 1210, 2012.

FIIRST, Clóvis. *et al.* Estrutura de capital na perspectiva da teoria Pecking Order e Assimetria da Informação nas empresas brasileiras, chilenas e mexicanas no período de 1999 a 2013. **Cuadernos de Contabilidad**, v. 18, n. 46, p. 1-24, 2017.

FRANCISCO, D.; MENEZES, N. Panorama histórico da edição da lei nº 6.404 de 1976 e debêntures de infraestrutura. v. 4, p. 827–845, 2018.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. São Paulo, SP: Atlas, 2010. 587 p. ISBN 978-85-224-6094-6.

MARTINEZ, A. L.; FARIA, M. D. P. EMISSÃO DE DEBÊNTURES E EARNINGS MANAGEMENT NO BRASIL. **RIC - Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 1, p. 57–71, 2003.

MATSUMOTO, A. S.; PARREIRA, E. M. Uma pesquisa sobre o Gerenciamento de Resultados Contábeis: causas e conseqüências. **UnB Contábil**, v. 10, n. 1, p. 141–157, 2007.

NASCIMENTO, O. C. DO. **Estudo das decisões de estrutura de capital corporativo no novo mercado e nos níveis de governança da BM&FBOVESPA à luz das teorias trade-off e pecking order**. [s.l.] Universidade de Brasília - UnB, 2012.

NISYAMA, Edelcio Koitiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Pesquisas Internacionais Recentes em estrutura de Capital. **Revista de Administração de Roraima**, v. 5, n. 1, p. 105-123, 2015.

PAULO, E. P.; LEME, J. R. Gerenciamento De Resultados Contábeis E O Anúncio Dos Resultados Contábeis Pelas Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 4, p. 27–43, 2009.

PRATES, C. P. T.; LEAL, R. P. C. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 23, p. 201–





218, 2005.

RONALDO, J. *et al.* A influência do sistema de informação contábil como instrumento de apoio à geração de informações fidedignas pela controladoria: um estudo de caso. **Revista do instituto de ciências econômicas, administrativas e contábeis (iceac)**, v. 21, n. 1, p. 53–66, 2017.

SINCERRE, B. P. *et al.* Emissão de dívida gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291–305, 2016.

SILVA, J. C. G. DA; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos (São Paulo)**, v. 35, n. 1, p. 37–79, 2005.

TAVARES, R. **A Estrutura de Financiamento das Empresas Brasileiras Abertas do Setor de Construção Civil Incorporadoras de Empreendimentos Imobiliários: Um Estudo Comparativo**. Universidade de São Paulo, 2008.

