

# AS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E O AMBIENTE ECONÔMICO

*Amaro Luiz de Oliveira Gomes \**

## OBJETIVOS DA CONTABILIDADE

As demonstrações financeiras — balanços patrimoniais, demonstrações de resultado, demonstrações de fluxo de caixa, acompanhadas das respectivas notas explicativas — são a principal fonte de informações sobre as atividades econômicas relacionadas a uma determinada empresa. Tais fontes são utilizadas freqüentemente para avaliar o desempenho de uma instituição e de seus administradores, bem como para inferir sobre as perspectivas futuras do negócio. Embora sirva a uma variedade de usuários e para uma série de utilidades, reconhece-se que as informações contábeis são basicamente utilizadas por aqueles que estão fora da empresa, tais como fornecedores finan-

ceiros, ou investidores, os quais estão preocupados principalmente com o destino dado pela gerência da empresa aos recursos investidos. Tal fato leva à idéia de que as informações contábeis devam ser associadas ao processo de tomada de decisão.

De maneira geral, as demonstrações financeiras são basicamente utilizadas pelos acionistas ou em nome deles, pela diretoria, para especificar e avaliar o desempenho gerencial da empresa; no caso dos credores, são utilizadas para estipular as restrições às atividades da gerência; esta, por sua vez, utiliza estas demonstrações para avaliar o desempenho das unidades de negócio, analisar as oportunidades de investimento e definir as necessidades financeiras.

De acordo com a Junta de Normas

---

\* Funcionário do Banco Central e professor da Fundação Getúlio Vargas-DF e Universidade de Brasília. Extrato da dissertação de mestrado do autor em Lancaster. Tradução de Débora Sanches Nascimento. Revisão técnica de Jorge Katsumi Niyama.

de Contabilidade Financeira, ou *Financial Accounting Standards Board – FASB*, dos Estados Unidos, e a Junta de Normas Contábeis, ou *Accounting Standards Board – ASB*, do Reino Unido, o objetivo fundamental da contabilidade é oferecer aos investidores e outros interessados as informações úteis para a execução de um investimento racional, do crédito e de outras decisões similares. Considerando que os investidores racionais estão basicamente interessados nos resultados do investimento, a determinação do rendimento é um das funções mais importantes da contabilidade.

Hendriksen e Van Breda citam que, segundo o FASB, os objetivos da contabilidade

sustentam-se, em grande parte, nas necessidades daqueles para os quais a informação é direcionada, a qual, por sua vez, depende significativamente da natureza das atividades econômicas e decisões com as quais seus usuários estejam envolvidos [e que há um] interesse comum de diversos usuários em potencial sobre a capacidade de uma determinada empresa em gerar fluxos de caixa favoráveis.<sup>1</sup>

De fato, os autores enfatizam a conclusão da FASB de que

o relatório financeiro deve fornecer informações que auxiliem os investidores, credores e outros na avaliação do capital, do prazo e da instabilidade do fluxo líquido de entrada de caixa da empresa em questão.<sup>2</sup>



#### INFORMAÇÕES PARA A TOMADA DE DECISÃO E OS PRINCÍPIOS DE MENSURAÇÃO

A FASB e a ASB afirmam que a relevância e a confiabilidade são as características qualitativas primordiais da contabilidade. A informação é considerada *relevante* se contribuir, de forma significativa, para o processo de tomada de decisão, constituindo-se em um valor

preditivo ou de retorno em um determinado período de tempo. A informação é *confiável* quando representa, de forma fidedigna, o que se propõe a representar, de maneira imparcial e comprovável. Neste sentido, a informação útil é de extrema significância para os modelos de avaliação de investimentos.

Para citar Paton e Littleton,<sup>3</sup> Johnson e Swieringa observam que o atual

1 E. S. Hendriksen e M. F. Van Breda, *Accounting theory*, 5. ed., Chicago, Irwin, 1992, pp. 163-165.

2 Idem.

3 W. A. Paton e A. C. Littleton, *An introduction to corporate accounting standards*, Sarasota, American Accounting Association, 1940.

modelo de contabilidade nos Estados Unidos contém dois princípios fundamentais:

- 1) *avaliação baseada nos custos* sobre o agregado de preços, resultante de negociações e
- 2) *realização e confrontação*, por meio do reconhecimento da receita a ser realizada e da igualdade dos custos — despesas — decorrentes de tais receitas.<sup>4</sup>

Estes elementos básicos também caracterizam o modelo britânico.

Em verdade, o atual modelo de contabilidade é uma fusão dos modelos de custo histórico, de preço de mercado e do valor presente. Uma vez que haja a consciência sobre a utilidade da contabilidade, vale considerar as características da empresa e quais os tipos de valores que oferecerão a melhor quota de informação para os usuários. Embora o valor econômico real seja considerado por Kam como o mais útil, este autor argumenta que os contadores não são capazes de averiguá-lo ou determiná-lo, pois o mesmo está relacionado à preferência ou à necessidade que as pessoas tenham por alguns itens sobre outros; daí o seu caráter subjetivo.<sup>5</sup> A única alternativa é adotar variáveis que sejam mais administrá-

veis. Nesse sentido, Kam lembra que existem, de fato, diversas abordagens do valor econômico. O valor presente geralmente é referenciado como o ideal.

Teoricamente, o valor de um ativo ou obrigação deve ser o valor presente dos fluxos de caixa futuros relacionados a eles. Portanto, as futuras entradas e saídas de caixa, a taxa de desconto e o período de tempo são variáveis necessárias para determinar esse valor. Para alguns ativos e obrigações, essas variáveis são relativamente fáceis de serem obtidas. Entretanto, para outros, é razoavelmente difícil e subjetivo obtê-las. Talvez o principal problema seja definir a taxa de desconto adequada, a qual supõe-se representar o custo de assumir os riscos, associado à sustentação do bem ou obrigação ao longo do tempo. Sendo assim, de forma estimativa, o uso do valor presente é limitado aos itens nos quais as variáveis possam ser levantadas de forma confiável, tais como títulos de dívida a longo prazo e outros papéis negociáveis emitidos pela empresa. Porém, seu uso não parece ser consistente para a avaliação de itens não-monetários, especialmente para o ativo imobilizado utilizado no processo operacional.

---

4 L. T. Johnson e R. J. Swieringa, "Derivatives, hedging and comprehensive income", *Accounting Horizons*, dez 1996, p. 110.

5 V. Kam, *Accounting theory*, 2. ed., Nova York, Wiley, 1990, pp. 137-154.

Outra abordagem sobre o valor econômico é por meio do valor de mercado. Contudo, conforme enfatizado por Kam,<sup>6</sup> é preciso estar ciente de que o valor de mercado é afetado por algumas condições intrínsecas, tais como as diferenças entre os mercados e suas imperfeições. Em termos contábeis, o custo de reposição, o custo atual e o preço de venda são os itens que representam melhor o valor de mercado de um bem ou obrigação em uma transação sem favorecimentos, a fim de refletir o valor atribuído a um item pelos participantes do mercado.

O raciocínio básico sobre o método do custo histórico é de que o custo de aquisição é o preço de mercado de entrada naquele momento, em uma transação sem favorecimento. Depois, caso haja evidência de que o valor de mercado seja menor que o custo, é necessário um ajuste. O custo histórico é mais objetivo do que o preço de mercado ou o valor presente líquido; porém, sua relevância para a tomada de decisão é, de certa forma, duvidosa.

De maneira mais específica, Whittington, Palepu, Bernard e Healy afirmam que o sistema contábil apresenta algumas características básicas que são

particularmente influenciadoras sobre a avaliação de desempenho do negócio.<sup>7</sup> A primeira é uma orientação direcionada antes para a avaliação *ex-post* do desempenho passado — a tradicional função de “Stewardship” — do que para as conseqüências potenciais das decisões atuais e futuras. Outra característica é o processo de reconhecimento por competência, caracterizado pelos princípios de “avaliação baseada em custos” e de “realização e confrontação”, o qual busca alocar as receitas e despesas nos períodos nos quais foram respectivamente geradas, sem qualquer relação direta com as entradas e saídas de caixa no mesmo período considerado. Portanto, o lucro líquido é visto, tradicionalmente, como medida básica do desempenho da empresa e é uma avaliação fundamental da competência da gerência em lidar com os recursos sob sua responsabilidade.

Outra característica é a tentativa de controle do poder discricionário da gerência — basicamente, suas suposições provavelmente tendenciosas e otimistas — no processo de reconhecimento por competência. Uma vez considerado que os gerentes possuem al-

6 V. Kam, *Accounting theory*, op. cit., pp. 146-147.

7 G. Whittington, “The usefulness of accounting data in measuring the economic performance of firms”, *Journal of Accounting and Public Policy*, (7, 4), 1988, pp. 261-266. K. G. Palepu, V. L. Bernard e P. M. Healy, *Business analysis and valuation: Using financial statements*, Cincinnati, South-Western, 1996.

guns incentivos para distorcerem os lucros registrados, os *padrões contábeis* são estabelecidos no sentido de restringir as alternativas dos gerentes e de limitar possíveis distorções. Além disso, a *auditoria* assegura a consistência das escolhas contábeis feitas pelos gerentes ao longo do tempo e a razoabilidade de suas estimativas. Finalmente, Palepu, Bernard e Healy insistem em afirmar que, dentro dos padrões contábeis, os gerentes ainda possuem certo grau de flexibilidade para optar por estratégias contábeis e de divulgação que podem influenciar os relatórios financeiros.<sup>8</sup>

Uma vez que as decisões são feitas e estão relacionadas com o presente ou futuro, ao invés de relacionarem-se ao passado, surgiu uma insatisfação a respeito do princípio de avaliação do custo histórico. Whittington assegura que a informação contábil falhou no que diz respeito ao fornecimento de detalhes úteis associados ao valor econômico dos recursos utilizados pela empresa, bem como à sua capacidade de gerar valor para seus acionistas e cumprir as obrigações com seus devedores (*debtholders*). Além disso, Whittington ressalta duas falhas fundamentais da informação contábil: a avalia-

ção de ativos pelo custo histórico e a orientação para geração de relatório voltado para transações passadas, ao invés de uma tendência pelo atual, em detrimento da preferência do usuário por “posições financeiras atuais e prospecções futuras sobre o negócio”. No entanto, ele prossegue para concluir com a afirmação de que

por meio da mudança de ênfase da contabilidade de um passado pouco relevante para um futuro mais relevante, há a propensão de se aumentar o elemento de instabilidade, pois o passado possui, no mínimo, um registro de transações completas da empresa, enquanto o futuro é, necessariamente, uma questão de probabilidades, ao invés de certezas.<sup>9</sup>

Em conseqüência disso, as principais críticas ao reconhecimento por competência têm sido sobre o fato de ser tendenciosa sob uma perspectiva conservadora, influenciada por julgamentos pessoais formulados por gerentes discricionários e, também, pelos seus diversos métodos alternativos de avaliação e seu enfoque sobre as transações contábeis passadas, ao invés de sê-lo sobre os eventos econômicos que, de fato, geram valor para a empresa.



8 K. G. Palepu, V. L. Bernard e P. M. Healy, *Business analysis and valuation: Using financial statements*, op. cit.

9 G. Whittington, “The usefulness of accounting data in measuring the economic performance of firms”, op. cit., p. 89.

## OS NÚMEROS CONTÁBEIS E OS FUNDAMENTOS DA ECONOMIA

Conforme ressalta Whittington, para manter consistência com o conceito sustentado pela economia, a contabilidade tradicionalmente calculava o lucro como o líquido excedente passível de acúmulo durante um período, após ter mantido o capital aberto intacto. O método de avaliação do custo histórico é utilizado pelos contadores, enquanto os economistas preferem os valores presentes de mercado ou os valores presentes líquidos. Estes últimos são mais relevantes para o processo de tomada de decisão mas, em contrapartida, são mais subjetivos e menos confiáveis.

A alternativa mais intuitiva para o modelo contábil atual é, provavelmente, um sistema de fluxo de caixa, o qual fornece uma perspectiva essencial de avaliação de uma empresa pela utilização do modelo do valor presente, direcionando a atenção sobre a posição do caixa ao longo do tempo e sem se deixar afetar pelo julgamento pessoal da gerência a respeito da identificação das receitas e despesas. Além disso, a informação fornecida pelo fluxo de caixa é especialmente valiosa para a análise da solvência e flexibilidade financeira da empresa — em outras palavras, a capacidade da empresa em cumprir suas obrigações a vencer, evi-

tando a possibilidade de experimentar dificuldades financeiras, e sua capacidade de gerar um caixa suficiente para manter um nível operacional normal e pagar seus dividendos.

Palepu *et alii* ressaltam que a contabilidade de caixa não apresenta o resultado econômico integral das transações efetuadas em um determinado período. O reconhecimento por competência, embora envolva uma certa subjetividade por lidar com as expectativas de resultado futuro de caixa dos eventos presentes, é mais adequada ao princípio da empresa em continuidade.

Além disso, deve-se enfatizar que as demonstrações financeiras fornecem informações relacionadas a um curto período, ao invés de retratar a vida da empresa como um todo, enquanto a expectativa é de que as empresas estejam em continuidade. Sendo assim, a projeção dos fluxos de caixa para os anos futuros, necessária para uma condução adequada da avaliação da empresa baseada no modelo do valor presente, é um procedimento de certa forma subjetivo, além de duvidoso.

A despeito das críticas, a tradicional demonstração de resultados fornece dados valiosos a respeito da lucratividade e dos fluxos de caixa futuros, embora não ofereça informações mais precisas sobre prazos. A idéia de que os detalhes oferecidos pelo fluxo de caixa sejam um complemento útil aos números relacionados aos lucros é

evidenciada em uma série de pesquisas, tais como a de Livnat e Zarowin e de Dechow.<sup>10</sup>

Entre os recentes trabalhos de destaque que buscam investigar critérios de reconhecimento por competência para fins de avaliação de desempenho de uma empresa, Dechow ressalta que os princípios de realização e confron-

tação são adotados para amenizar os problemas de oportunidade e de apuração de receitas e despesas inerentes aos fluxos de caixa realizados quando da análise de empresas sob o contexto de continuidade. Dessa forma, estes princípios aumentam a capacidade de que os ganhos retratem o desempenho da empresa.



#### O MERCADO DE CAPITAL E A UTILIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

De acordo com Watts e Zimmerman, o objetivo da teoria é explicar e prever a prática contábil, além de examinar até que ponto a informação contábil é realmente útil.<sup>11</sup> Embora sirva a uma diversidade de usuários, o mercado de capital parece ser a meta prioritária da informação contábil, especialmente nos Estados Unidos e no Reino Unido, caracterizados como economias de iniciativa privada. Portanto, os pesquisadores de contabilidade têm demonstrado interesse específico no estudo das reações do mercado de capital aos números contábeis.

A Hipótese do Mercado Eficiente, aqui denominada *Efficient Market Hypothesis* – EMH em sua versão “semi-fortalecida”, tem sido especialmente atraente à pesquisa, pois afirma que todas as informações disponíveis ao público influenciam os preços dos títulos negociáveis de forma integral, instantânea e sem tendenciosidade.

Neste cenário, os números contábeis são *apenas uma* fonte importante de informações disponíveis ao público a respeito das empresas e seus títulos. Além disso, quando as demonstrações financeiras são divulgadas, a maior parte do seu conteúdo informacional pode ter se tornado público ou pode ter sido antecipado pelo mercado e incorporado aos preços dos títulos.

10 J. Livnati e P. Zarowin, “The incremental information content of cash-flow components”, *Journal of Accounting and Economics*, (13), 1990, pp. 25-46. P. M. Dechow, “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, (18), 1994, pp. 3-42.

11 R. L. Watts e J. L. Zimmerman, *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1986.

Outra implicação da *EMH* é a de que o mercado não pode ser ludibriado pelos métodos contábeis selecionados pelas empresas para a manipulação dos números, pois os investidores são capazes de enxergar além dos números. Sendo assim, os preços dos títulos serão baseados na melhor informação disponível para a avaliação do retorno e do risco. Segue-se, ainda, que os procedimentos contábeis baseados em alocações e alterações arbitrárias, as quais não afetem os fluxos de caixa futuros, não forneceriam informações para os mercados de títulos e, conseqüentemente, não afetariam os preços dos mesmos. O mercado apenas reagirá à informação que afete as expectativas referentes ao retorno e ao risco. Pesquisas empíricas apóiam a hipótese de que a renda contábil apresente alguma correlação com os preços de títulos.<sup>12</sup>

Espera-se que os mercados de títulos — nos quais as ações de empresas públicas são comercializadas livremente nas bolsas de valores, por exemplo — retratem o valor razoável do negócio ou, em outras palavras, suas prospecções de ganhos ou seus fluxos de caixa esperados para o futuro. A

teoria financeira assegura que, quando uma empresa comercializa seus títulos ao público, o mercado estabelece um preço para o qual os investidores podem negociar seus direitos de acordo com os seus fluxos de caixa futuros. A *EMH* sustenta que a concorrência forçará a taxa de retorno dos títulos a ajustar-se à taxa de mercado ajustada aos riscos, a qual deve ser igual ao valor presente dos fluxos de caixa futuros. Portanto, considera-se que o conhecimento sobre os fluxos de caixa esperados para o futuro formem a base para a estimativa do valor de mercado, de dívidas do patrimônio líquido e de outros instrumentos financeiros emitidos pela empresa. Isso, também, é o que permite que o mercado estabeleça seus preços.

Além disso, de acordo com os princípios que permeiam o *Capital Asset Pricing Model – CAPM*, o qual estabelece a taxa de mercado adequada, mercado no qual é fundamental deduzir-se as estimativas do fluxo de risco. Em conseqüência disso, a apresentação financeira de forma relevante e confiável é fundamental para adequar as expectativas sobre os montantes e prazos dos fluxos de caixa futuros.

12 R. Ball e P. Brown, "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1968, pp. 159-178. J. Livnati e P. Zarowin, "The incremental information content of cash-flow components", op. cit. P. D. Easton e T. S. Harris, "Earnings as an explanatory variable for returns", *Journal of Accounting Research* (29, 1), 1991, pp. 19-36. B. Rees, *Financial analysis*, Hemel Hempstead, Prentice Hall, 1995.



Conforme também ressaltam Hendrik- sen e Van Breda,

o fato de que os mercados agregam preferências individuais torna-os indicadores potenciais da demanda da sociedade por informação.

De fato, na linha de pesquisa preconizada por Ball e Brown, o *CAPM* influenciou a especificação dos modelos desenvolvidos na busca de uma explicação para a relação entre os ganhos e os preços das ações, bem como para os efeitos das mudanças ocorridas nos métodos contábeis sobre os preços das ações.<sup>13</sup> Nesses casos, o *EMH* é frequentemente considerado válido.

#### A CORRELAÇÃO ENTRE A INFORMAÇÃO CONTÁBIL E O PREÇO DE TÍTULOS

O'Hanlon e Rees (1995) salientam que a falta de um modelo que associe os números obtidos segundo o método de reconhecimento e por competência o valor de mercado patrimônio líquido tem causado muita polêmica.<sup>14</sup> Penman, citado por aqueles autores, ressaltou, de maneira muito apropriada, que:

o sucesso de uma área de pesquisa — particularmente uma tão próxima à experiência profissional como a contabilidade — é a capacidade de apresentar inovações que sejam úteis na prática. Os acadêmicos de finanças referem-se a essas inovações como “produtos”, pelos quais demonstram que foram aprovados no teste do mercado. A questão da relevância do valor da contabilidade realmente é um desses importantes e práticos produtos. A cada dia, milhares de investidores questionam qual o preço que devem pagar pelas empresas ou por suas ações. Provavelmente, estão tentando saber de que forma utilizar a informação contida nas demonstrações financeiras da empresa para tomar estas decisões de apreçamento. A compreensão de como fazer com que a imensa gama de informações contidas nas demonstrações financeiras auxilie na avaliação do valor de uma empresa seria, claramente uma contribuição muito importante.<sup>15</sup>

A primeira das evidências empíricas da relação entre o lucro contábil e o preço dos títulos foi apresentada por Ball e Brown. Ao tomar por base a *EMH*, investigaram a relação entre o lucro contábil e o preço das ações.<sup>16</sup> Ao mes-

13 R. Ball e P. Brown, “An empirical evaluation of accounting income numbers”, op. cit.

14 J. O'Hanlon e W. Rees, “Links between accounting numbers and economic fundamentals”, in B. Rees (ed.), *Financial Analysis*, Hemel Hempstead, Hertfordshire, Prentice Hall, 1995, pp. 226-254.

15 S. H. Penman, “Return to fundamentals”, University of California at Berkeley, 1991, mimeo.

16 R. Ball e P. Brown, “An empirical evaluation of accounting income numbers”, op. cit.

mo tempo, observaram o retorno cumulativo imprevisto que teria sido ganho pelos detentores da carteira de negócios de empresas para as quais as receitas contábeis imprevistas fossem positivas e negativas durante o período antecedente à divulgação dessas receitas. Salientaram a utilidade da contabilidade, demonstrando que o mercado reagiu, como esperado, na mesma direção das mudanças das receitas: um aumento imprevisto nos números que representassem o lucro anual era acompanhado de uma taxa de retorno fora do previsto. Da mesma forma, uma redução inesperada seguia-se de uma taxa negativa de retorno, também imprevista.

A importância do trabalho original de Ball e Brown é ressaltado por muitos autores, os quais geralmente destacam que esse estudo lançou uma nova abordagem sobre os estudos empíricos da contabilidade, partindo-se daqueles tradicionais e mais teórico-normativos, em busca de avaliar a utilidade dos números contábeis por meio de uma averiguação de seus efeitos sobre os retornos de investimento. Essa busca fez surgir a linha de pesquisa sobre a *contabilidade positiva*.

Desde então, inúmeros pesquisadores apresentaram evidências empíricas que confirmavam os resultados funda-

mentais daquele estudo, além de ampliá-lo, incluindo uma análise do valor/relevância de outras variáveis contábeis. Na tentativa de identificar a maneira mais útil de registrar os resultados de uma empresa, interessaram-se, em especial, no poder explicativo observado nos modelos de regressão. Tais modelos foram estabelecidos para avaliar a relação entre as variáveis contábeis e o retorno das ações — a estatística  $R^2$  — e a grandeza do coeficiente de retorno das receitas previstas —  $b$  —, referente a um valor teoricamente esperado.

De maneira geral, Kam (1990: pp. 169) salienta que estes estudos sobre o valor preditivo da tentativa da contabilidade:<sup>17</sup>

- 1) de utilizar as receitas anteriores para prever as futuras, com resultados que demonstram que o rendimento acompanha um padrão de rota aleatório de tal forma que a melhor estimativa da receita futura é a sua antecedente;
- 2) de prever o lucro anual pela utilização de dados trimestrais, concluindo, basicamente, que os relatórios parciais interim são úteis para a previsão da receita anual em si;
- 3) de utilizar os dados do segmento a fim de prever o rendimento da instituição, ao invés de usar dados consolidados; e

17 V. Kam, *Accounting theory*, op. cit., p. 169.

4) prever o desvio financeiro, especificamente a capacidade dos índices financeiros de preverem fracasso, são as bases das investigações primordiais conduzidas por Beaver e Altman.<sup>18</sup>

Em meio à diversidade de estudos proeminentes, destacam-se os realizados por Livnat e Zarowin, Easton e Harris, Dechow e, por fim, Amir e Lev.<sup>19</sup>

Livnat e Zarowin examinaram a reação do mercado às informações reveladas nas demonstrações do fluxo de caixa. Exploraram, especificamente, a possibilidade do fluxo de caixa das atividades operacionais, financeiras e de investimento ser importante para a compreensão dos retornos das ações após o controle para o reconhecimento por competência.

Easton e Harris investigaram o valor/relevância do nível de receita atingido para a compreensão dos retornos acionário. Com base nas evidências de que a associação entre o valor contábil e o de mercado pode ser expressa como uma relação entre os preços

como sinônimo de multiplicação da receita, aqueles pesquisadores demonstram que tanto as receitas atuais como a mudança de receita dividida pelo preço estabelecido no início do período de retorno estão relacionadas com o retorno das ações, imbuídas de um significativo poder explicativo.

Easton *et alii* realizaram a análise da relação entre a receita e o retorno das ações em longos intervalos de tempo e descobriram que quanto maior o intervalo, maior a correlação entre eles. Suas hipóteses residem em duas propriedades de receita: elas se agregam ao longo do tempo e os eventuais “erros” nesse processo de agregação provavelmente irão tornar-se menos importantes para períodos mais longos. Os autores sustentam que, devido aos efeitos significativos do intervalo de retorno sobre a relação retorno-receita, as pesquisas elaboradas a partir desse pressuposto podem oferecer evidências empíricas mais fortes.

Dechow examinou o porquê das receitas serem freqüentemente mais uti-

---

18 W. Beaver, “Financial ratios as predictors of failure”, *Journal of Accounting Research*, “Supplement”, 1996. E. Altman, “Financial ratios, discriminant analysis and predictions of corporate bankruptcy”, *Journal of Finance*, set 1968.

19 J. Livnati e P. Zarowin, “The incremental information content of cash-flow components”, op. cit. P. D. Easton e T. S. Harris, “Earnings as an explanatory variable for returns”, op. cit. P. M. Dechow, “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals”, op. cit. E. Amir e B. Lev, “Value-Relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry”, *Journal of Accounting and Economics* (22), 1996, pp. 3-30.

lizadas como uma avaliação resumida do desempenho da empresa do que como fluxos de caixa realizados. A autora oferece evidências de que as receitas apresentam uma correlação maior com o retorno das ações do que com os fluxos de caixa realizados, em um intervalo de avaliação a curto prazo e em empresas que tenham vivenciado grandes mudanças no seu capital de giro, em investimento e em atividades financeiras. Sendo assim, conclui que o reconhecimento por competência aumenta significativamente a capacidade do lucro em refletir o desempenho da empresa.

Amir e Lev estudaram o valor-relevância da informação financeira e não-financeira das empresas de telefonia celular de iniciativa privada, e descobriram que, quando combinada com informações não-financeiras, os lucros realmente contribuem para a explicação do preço.

Ao avaliar a utilidade da pesquisa sobre as receitas, Lev ressaltou os R2 baixos, obtidos geralmente nos estudos de retorno/receita, os quais sugerem que o movimento do preço das ações somente se desacelera ao ser associado às informações sobre os lu-

ros. Entretanto, Lev argumenta que isso pode ocorrer devido a uma baixa qualidade dos lucros — arbitrariedade das normas contábeis, manipulação gerencial etc. — ou a falhas de metodologia. Isso pode incluir, ainda, uma maquiagem inadequada pela qual a reação do mercado de ações à divulgação das receitas é medida e, também, uma falha na captação da parcela de “surpresa” da receita provável de persistir no futuro e seu respectivo efeito sobre os lucros esperados para o futuro. Além disso, o autor lembra que a reação do mercado é apenas um critério de estimativa da utilidade dos números contábeis, o qual representa um papel importante na contratação, na previsão de falência e na avaliação de risco.

Hendriksen e Van Breda enfatizam que os resultados gerais de suas pesquisas apresentam evidências de que

o mercado realmente reage à divulgação de informações contábeis [...], os números contábeis podem ser utilizados na estimativa do risco beta de uma empresa [e de que] o mercado parece ser capaz, de fato, de interpretar os números contábeis de forma adequada.<sup>20</sup>



20 E. S. Hendriksen e M. F. Van Breda, *Accounting theory*, op. cit., p. 190.

## A INFORMAÇÃO CONTÁBIL E AS TÉCNICAS DE AVALIAÇÃO

Rees afirma que a informação contábil é uma das fontes mais significativas de avaliação das empresas e de seus títulos.<sup>21</sup> De fato, modelos tradicionais de avaliação utilizam variáveis tais como: receitas, dividendos, riscos, custo de empréstimo e taxas de crescimento, além de basearem-se, normalmente, em técnicas de fluxo de caixa futuro. A dificuldade básica reside em como fazer a estimativa de tais parâmetros.

Ao avaliar os títulos de renda fixa com determinados fluxos de caixa e taxa de juros, o modelo de avaliação adotado é relativamente objetivo, pois utiliza uma taxa de juros isenta de riscos e, esta geralmente, substitui a taxa dos títulos de dívida do governo. Todavia, ao avaliar ações, o nível de instabilidade é, de certa forma, significativo, e o uso de um modelo de valor presente líquido é problemático, pois exige a estimativa de todos os dividendos previstos para o futuro e a taxa de desconto.

A despeito da crítica comum de que os números contábeis não conseguem retratar o cronograma dos fluxos de

caixa, além de estarem sujeitos à manipulação e influência da escolha dos procedimentos contábeis a serem utilizados de forma a não afetarem o valor da empresa, diversos estudos de pesquisa oferecem evidências de que é possível fazer uma estimativa do valor de uma empresa pelo desconto dos números contábeis.<sup>22</sup>

Em termos contábeis, a diferença entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor contábil surge devido ao fato deste último não abranger todos os ativos e obrigações, omitindo, dessa forma, itens economicamente significativos, tais como os bens intangíveis e os passivos contingentes. Além disso, essa diferença se deve ao fato de os itens incluídos no balancete estarem registrados, basicamente, no custo histórico e, às vezes, com variações consideráveis ao ser comparado ao valor de mercado. Especificamente, do ponto de vista do investidor, essa discrepância é determinada pela capacidade da empresa em gerar "receitas imprevistas". Se uma empresa apenas gerasse uma taxa de retorno normal em seu valor contábil, então os investidores estariam propensos a pagar nada mais do que o valor

21 B. Rees (ed.), *Financial Analysis*, op. cit., p. 186.

22 E. g. J. Ohlson, J. "Earnings, book values and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, Spring, 11, 2, 1995, pp. 661-687. S. H. Penman, "Return to fundamentals", op. cit.

O artigo de Ohlson está publicado na *UnB Contábil* Vol. 2., n. 2. Nota do editor.

contábil para adquirir sua participação na sociedade.

Algumas práticas contábeis são geralmente citadas como influenciadoras e problemáticas pelo fato de usarem os números contábeis em sua avaliação, entre os quais estão a depreciação, a reavaliação dos bens, avaliação do estoque, fundo de comércio, marcas e outros bens intangíveis, tributação — especialmente a tributação diferida — e operações “fora de balanço” — *off balance sheet*.

#### O MODELO DE CAPITALIZAÇÃO DE DIVIDENDOS

O modelo de capitalização de dividendos é baseado na teoria financeira — mais especificamente, no modelo *CAPM*, de períodos múltiplos — que afirma que o valor de mercado do capital social de uma instituição ao final de um ano  $t$  ( $P_t$ ) é igual ao valor presente dos dividendos que deverão acumular com aquele capital nos períodos subsequentes a  $t$  ( $D_t$ ), utilizando-se uma taxa de desconto ajustada aos riscos ( $k$ ), igual à taxa de retorno exigida pelos investidores. Sua fórmula geral é:

$$P_t = \sum D_t / (1 + k)^t \quad (1)$$

Entretanto, a praticabilidade desse modelo é restringida por sua exigência implícita de prever um número infinito de dividendos. Portanto, para que seja usado, é preciso fazer algu-

mas suposições. A mais básica delas é a de que os dividendos crescerão em um índice constante ( $g$ ). Sendo assim, os dividendos esperados para o futuro ( $D_t$ ) podem ser re-expressos como:

$$D_t = D_1 (1 + g)^{t-1} \quad (2)$$

substituindo (2) na equação (1) e simplificando-a, o valor presente de uma linha constante de dividendos que cresçam a uma taxa constante ( $g$ ), temos

$$P_t = D_t / (k + g) \quad (3)$$

Os principais problemas que possivelmente surgirão na utilização desse modelo estão relacionados com a estimativa da taxa de desconto apropriada e da perspectiva de crescimento dos dividendos. Além disso, é necessário considerar que, a curto prazo, é relativamente fácil manter o crescimento dos dividendos, mesmo apesar da queda dos lucros.

#### A BASE OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO E LUCROS

Ao isolar os rendimentos ( $E$ ) e as oportunidades de investimentos ( $I$ ) futuros, ao invés de considerar os dividendos ( $D$ ), essa metodologia direciona a atenção para os principais determinantes de valor do negócio principal da empresa. A suposição básica é de que a relação entre os rendimentos e os dividendos, em qualquer período

do, quando não haja nenhuma emissão de ações, seja:

$$D_t = E_t - \text{investimento líquido} \quad (4)$$

Conseqüentemente, ao substituir (4) em (1), o valor de mercado do capital social de uma empresa ao final de um determinado ano  $t$  ( $P_t$ ) é igual a:

$$P_t = \left[ \sum E_t / (1+k)^t \right] - \left[ \sum I_t / (1+k)^t \right] \quad (5)$$

É interessante observar que o valor de uma empresa é igual ao valor presente da receita esperada no futuro *menos* o valor presente dos lucros reinvestidos. Como resultado, espera-se que, em uma indústria em *declínio*, o investimento possa não ser tão grande quanto o exigido, e a capacidade operacional, então, declinaria ao longo do tempo. Em uma indústria *estável* ou *estática*, espera-se que o investimento líquido seja igual a zero; em uma indústria *em expansão*, o investimento líquido é grande e a capacidade operacional aumentaria. Uma alternativa mais detalhada e útil é considerar o valor presente do atual nível de receitas projetadas para o futuro como uma constante, e o valor presente líquido, ou *net present value* - NPV, de qualquer oportunidade de investimentos futuros, expressos como a seguir:

$$P_t = (E_t / k) + NPV \quad (6)$$

das oportunidades de investimentos futuros

Utilizando (6), o valor de uma empresa será afetado pela taxa de retorno dos rendimentos reinvestidos. Os investimentos futuros somente agregarão valor à empresa se sua taxa de retorno for maior do que a taxa de desconto ajustada ao risco ( $k$ ). Em outras palavras, se as oportunidades de investimentos futuros gerarem uma taxa de retorno igual a  $k$ , o valor da firma pode ser estimado por  $P_t = (E_t / k)$ . O crescimento somente agregará valor se os projetos forem capazes de render taxas de retorno acima da taxa exigida ( $k$ ).

#### A ABORDAGEM DO MÚLTIPLO PREÇO/LUCRO (THE PRICE/EARNINGS - MULTIPLE APPROACH)

Uma abordagem freqüentemente utilizada para avaliação de uma empresa consiste, simplesmente, em multiplicar-se a parcela mais recente ou a parcela projetada/esperada de lucro permanente por ação, ou *earnings per share* - EPS, pelo múltiplo preço/lucro, ou *price/earnings* - P/E proveniente das empresas "comparáveis", o qual supõe-se ser aplicável à empresa em questão.

Considerados os dados acima, o

preço "a" de uma empresa pode ser expresso como na equação (6) e conclui-se que as empresas com altos índices de *P/E* terão duas alternativas: uma reduzida taxa de desconto ajustada ao risco (*k*) ou um elevado *NPV* sobre os investimentos futuros. Sendo assim, o índice *P/E* varia de acordo como as mudanças esperadas nos rendimentos imprevistos. Se os investimentos futuros tiverem apenas taxas normais de retorno, não deverá haver nenhum impacto sobre o preço atual da empresa ou sobre o seu índice *P/E*.

O valor teórico do índice *P/E*, oriundo de (3), com a suposição de um crescimento constante em uma taxa *g* e com *b* representando a proporção de rendimentos retidos, passa a ser:

$$\frac{P_t}{E_t} = \frac{[Dt(1+g)/(k-g)]}{[Dt(1-b)]} = \frac{[(1+g)(1-b)]}{(k-g)} \quad (7)$$

O primeiro problema encontrado quando da aplicação desta metodologia é a definição dos lucros permanentes, bem como a escolha de um múltiplo *P/E* que seja apropriado e os efei-

tos das diferenças entre os procedimentos contábeis, pois até as empresas que estejam dentro da mesma área de atuação podem ter critérios significativamente diferentes e, sendo assim, o uso deste método pode produzir resultados enganosos.

#### A TÉCNICA DO VALOR LÍQUIDO REALIZÁVEL PARA ATIVOS

Recentemente, alguns pesquisadores, tais como Hayn, Barth *et alii* e Burgstahler e Dichev começaram a considerar a questão da avaliação em uma estrutura opcional.<sup>23</sup>

Adequando-se aos ativos omitidos e, também, aos "erros" de avaliação ou tendências de otimismo em excesso em relação aos itens incluídos no balanço patrimonial, esta técnica utiliza o valor líquido realizável para ativos. Este valor geralmente é adequado quando adquire-se uma empresa com a intenção de dispor dela em um futuro próximo. Conforme demonstrado por Burghstahler e Dichev, o valor do balanço patrimonial da empresa pode substituir o uso alternativo dos bens e pode, dessa forma, atuar como uma

23 C. Hayn, "The information content of losses", *Journal of Accounting and Economics* (20), 1995, pp. 125-153. M. E. Barth, W. H. Beaver e W. R. Landsman, "Valuation characteristics of equity book value and net income: Tests of the abandonment option hypothesis", Research Paper n. 1404, Stanford University, Stanford, 1996. D. C. Burgstahler e I. D. Dichev, "Earnings, adaptation and equity value", *The Accounting Review*, (April 72, 2), 1997, pp. 187 - 215.



'base' para o modelo de avaliação baseado nos lucros.

O MÉTODO DE LUCROS  
IMPREVISTOS DESCONTADOS  
(THE DISCOUNTED  
ABNORMAL EARNINGS METHOD)

Os rendimentos normais durante um período  $t$  ( $E_t$ ) são definidos como o valor contábil inicial do patrimônio líquido ( $y_{t-1}$ ), multiplicado por uma taxa normal de retorno, sendo esta última igual ao custo do patrimônio líquido ( $k_e$ ). Portanto, os lucros imprevidos em um período  $t$  ( $AbE_t$ ) são representados como:

$$AbE_t = E_t - (y_{t-1} * k_e) \quad (8)$$

e o valor do patrimônio líquido da empresa no período  $t$  ( $P_t$ ) é definido como a soma do valor contábil atual do capital do patrimônio líquido ao final do ano  $t$  ( $y_t$ ), mais os lucros imprevidos esperados para o futuro, o qual pode ser expresso como a seguir:

$$P_t = \frac{y_t + \sum_{\tau=t+1}^{\infty} E_{\tau} [AbE \text{ no ano } \tau]}{(1 + k_e)^{\tau}} \quad (9)$$

No entanto, a teoria financeira prevê que os métodos contábeis não devem ter nenhuma influência sobre o valor de uma empresa, a não ser que realmente afetem o seu desempenho futuro. A utilização dos números contábeis é baseada no conceito de *clean*

*surplus* — conceito que define a não-interferência nos lucros acumulados com ajustes de períodos anteriores — e, uma vez que os procedimentos contábeis escolhidos pela empresa afetam tanto os lucros esperados como o valor contábil atual, os impactos sobre este último serão neutralizados pelo anterior.

De acordo com a definição *clean surplus* de apuração de lucros contábeis, independente dos aumentos e distribuições de capital, as quais geram as modificações no valor contábil do patrimônio líquido, todos os itens serão registrados como parte dos lucros, de tal forma que:

$$y_t = y_{t-1} + E_t - D_t \pm \frac{\text{distribuições}}{\text{retiradas de capital}} \quad (10)$$

Os lucros segundo conceito *clean surplus* ( $x_t$ ), portanto, incluem os lucros tal como são convencionalmente definidos, mais os itens que afetam o valor do patrimônio líquido e que, no entanto, são debitados/creditados diretamente nas reservas, sem transitar pela demonstração de resultado, podendo ser expresso como a seguir:

$$x_t = y_t - y_{t-1} + d_t \quad (11)$$

onde  $d_t$  é o dividendo pago ao final do ano  $t$ . O lucro residual para o ano  $t$  ( $x_t^a$ ) é definido como os rendimentos

para o ano  $t$  ( $x_t$ ), subtraído dos encargos de capital ( $R - 1$ ), baseado no valor contábil inicial do patrimônio líquido:

$$x_t^a = x_t - (R - 1)y_{t-1} \quad (12)$$

e, ao substituir (11) em (12), temos

$$x_t^a = y_t + d_t - Ry_{t-1} \quad (13)$$

Sendo assim, o dividendo no ano  $t$  ( $d_t$ ) é igual ao período do patrimônio líquido inicial 1 ( $y_{t-1}$ ), mais a taxa de retorno exigida sobre o capital ( $R$ ), mais o lucro residual para o ano ( $x_t^a$ ), subtraído do patrimônio líquido final ( $y_t$ ), expresso como a seguir:

$$d_t = Ry_{t-1} + x_t^a - y_t \quad (14)$$

A relação entre o valor de mercado do capital acionário de uma empresa e seus dividendos, conforme demonstrado na equação (1), pode ser reescrita como a seguir:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R^{-\tau} E_t(d_{t+\tau}) \quad (15)$$

e, ao substituir (14) em (15), e considerando a expectativa de que a empresa pague seus dividendos anuais e pague, ainda, o dividendo a liquidar ao final do ano  $t$ , período no qual seu valor contábil será representado por um saldo de caixa positivo que será pago como o dividendo a liquidar, o valor de mercado do capital acionário de uma empresa pode ser demonstrado como o valor contábil do capital do patrimônio líquido ( $y_t$ ) mais o valor presente descontado de seu lucro residual de *clean surplus* esperado para o futuro, como a seguir:

$$P_t = y_t \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t[x_{t+\tau}^a] R^{-\tau} \quad (16)$$

O'Hanlon e Rees<sup>24</sup> ressaltam que essa relação, a qual aplica-se a qualquer conjunto de métodos de avaliação contábil, foi explorada anteriormente por Edwards e Bell,<sup>25</sup> Edey<sup>26</sup> e Peasnell<sup>27</sup> e é a base para o modelo de Ohlson, o qual está sendo cada vez mais utilizado em pesquisas elaboradas para

24 J. O'Hanlon e W. Rees, "Links between accounting numbers and economic fundamentals", in B. Rees, (ed.), *Financial Analysis*, Hemel Hempsteads, Hertfordshire, Prentice Hall, 1995, pp. 226-254.

25 E. Edwards e P. Bell, *The theory and measurement of business income*, University of California Press, 1961.

26 H. Edey, "Business valuation. Goodwill and the super-profit method", in W. Baxter e S. Davidson (eds.), *Studies in accounting theory*, Londres, Sweet and Maxwell, 1992.

27 K. Peasnell, "Some formal corrections between economic values and yields and accounting numbers", *Journal of Business Finance and Accounting*, autumn 1982, pp. 361-381.

avaliar as relações entre os rendimentos contábeis e os preços das ações, tais como a de Easton *et alii*,<sup>28</sup> Penman e Strong e Walker,<sup>29</sup> citados por O'Hanlon e Rees<sup>30</sup> e Wild (1992).<sup>31</sup>

#### O MODELO DE OHLSON

O modelo desenvolvido por Ohlson expressa o preço como média ponderada do valor contábil e dos rendimentos e exige capitalização apropriada do lucro residual previsto para o futuro. Basicamente, Ohlson levanta a suposição de que o lucro residual no período  $t + 1$  ( $x_{t+1}^a$ ) é gerado pela extensão até a qual o nível atual do lucro residual pretende persistir no futuro ( $\omega x_t^a$ ), *mais* o efeito das informações adicionais àquelas contidas no nível atual do lucro residual ( $v_t$ ) e no previsor da parcela de rendimentos esperada para persistir no futuro ( $\omega$ ), o qual não pode ser um número negativo e menor que 1, *mais* um termo de desvio aleatório zero ( $\epsilon$ ). Esta relação pode ser expressa como a seguir:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \epsilon_{1t+1} \quad (17)$$

Ohlson gerou um multiplicador do lucro residual,  $\alpha_1$ , o qual converte o conhecimento do atual lucro residual no valor presente do lucro residual esperado para o futuro, o qual é demonstrado como a seguir:

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(R - \omega)} \quad (18)$$

e, além disso, gerou um outro multiplicador,  $\alpha_2$ , o qual pretende representar o valor presente do efeito de "outras informações" ( $v_t$ ), tais como as atividades macroeconômicas e projetos de pesquisa e desenvolvimento, sobre o lucro residual esperado para o futuro, como a seguir:

$$\alpha_2 = \frac{R}{(R - \omega)(R - \gamma)} \quad (19)$$

onde  $\gamma$  é o previsor da parcela das "outras informações" atuais ( $v_t$ ) previstas para persistir no futuro, gerado a partir de:

28 P. D. Easton e T. S. Harris, "Earnings as an explanatory variable for returns", op. cit.

29 N. Strong e M. Walker, "The explanatory power of earnings for stock returns", *Accounting Review*, April 1993, pp. 385-399.

30 J. O'Hanlon e W. Rees, "Links between accounting numbers and economic fundamentals", p. 236.

31 J. J. Wild, "Price informativeness of accounting numbers: Evidence on earnings, book values, and their components", *Journal of Accounting and Public Policy* (11), 1992, pp. 119-154.

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1} \quad (20)$$

Ohlson afirma que o preço de uma empresa ( $P_t$ ) pode ser expresso como a soma do valor contábil ( $y_t$ ), o valor presente esperado do lucro residual futuro gerado pela conhecimento do nível atual deste lucro ( $\alpha_1 x_t^a$ ) e o valor presente esperado do lucro residual futuro gerado pelo conhecimento do nível atual de "outras informações" que ainda não tenham tido impacto sobre o lucro residual ( $\alpha_2 v_t$ ), como a seguir:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (21)$$

Considerando o conceito do lucro residual ( $x_t^a$ ), teremos:

$$x_t^a = x_t - (R-1)y_{t-1} \quad (12)$$

e, gerado a partir de (11), o valor contábil inicial ( $y_{t-1}$ ) é igual a:

$$y_{t-1} = y_t - x_t + d_t \quad (22)$$

substituindo (22) em (12), temos:

$$x_t^a = x_t - (R-1)(y_t - x_t + d_t) \quad (23)$$

Portanto, a equação (21) pode ser reescrita como a seguir:

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t - \alpha_1 (R-1)y_t + \alpha_2 v_t$$

(24)

o que, posteriormente, é reelaborado por Ohlson como a seguir:

$$P_t = y_t + [1 - \alpha_1 (R-1)] + \alpha_1 (R-1) \left\{ \left[ \frac{x_t R}{(R-1)} \right] - d_t \right\} + \alpha_2 v_t \quad (25)$$

Ohlson chega, enfim, a um modelo de "média ponderada" no qual, dado o processo temporal que supõe-se gerar o lucro residual, tanto o valor contábil como os rendimentos desempenham o seu papel na avaliação do capital do patrimônio líquido. O preço é determinado, parcialmente, pelo valor presente do efeito de "outras informações" que ainda não tenham tido impacto sobre os rendimentos ( $\alpha_2 v_t$ ) e, parcialmente, por uma média ponderada do valor contábil ( $y_t$ ) e do múltiplo dos lucros atuais subtraído dos dividendos atuais -  $\{ [x_t R / (R-1)] - d_t \}$ .

O raciocínio da avaliação baseada no lucro residual, popularizada por Ohlson, combina o modelo de capitalização de dividendos como a relação *clean surplus*. Este raciocínio oferece embasamento não só para a maioria das pesquisas mais recentes, tais como a de Penman e de Penman e Sougiannis, mas também para alguns modelos elaborados por profissionais reconhecidos, os quais pretendem servir como ferramenta efetiva para avaliação, tomada de decisão em investimentos e implementação de sistemas de incentivo/controlado baseados na maximização do va-

lor e na avaliação do desempenho gerencial, tais como o Valor Econômico Agregado, ou *Economic Value Added* — EVA<sup>32</sup> e o lucro econômico.<sup>33</sup>

A despeito da sugestão lógica implícita no raciocínio do *clean surplus* de que os métodos contábeis adotados não valem para avaliar uma empresa, considerando-se a estrutura da conta-

bilidade financeira gerada a partir deste conceito, ainda assim tais métodos merecem atenção especial. Deve-se isso, basicamente, ao fato de que eles podem exercer influência sobre a percepção dos usuários sobre o desempenho de uma empresa e as expectativas sobre os rendimentos e fluxo de caixa futuros.



#### OS MÉTODOS CONTÁBEIS E A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

**S**e considerarmos que os gerentes corporativos — responsáveis pela preparação e divulgação das demonstrações financeiras — possuem certa flexibilidade na escolha dos métodos contábeis e das práticas de evidenciação — “poder discricionário” —, os usuários externos teriam que “separar a informação real das distorções e ruídos de informação”.<sup>34</sup> De acordo com as premissas da teoria da contabilidade positiva,<sup>35</sup> os investidores, a gerência, clientes,

empregados e outros usuários da informação contábil são parceiros nos contratos implícitos ou explícitos entre eles. Uma das linhas mais fortes de pesquisa considera a relação ativa entre os participantes de uma empresa.

Supõe-se, em geral, que os proprietários da empresa devem estar preocupados com a tomada de decisões em nível gerencial que sejam consistentes com seus interesses, ou seja, decisões que gerem a maior elevação possível do valor da empresa. Uma alternativa comum na tentativa de alinhar os interesses dos proprietários e gerentes é a implementação de planos de desempe-

32 G. B. Stewart, *The quest for value*, Harper Business, 1991.

33 T. Copeland, T. Koller e M. Murrin, *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 2. ed., Nova York, Wiley, 1996. J. McTaggart, P. Kontes e M. Mankins, *The value imperative*, Nova York, Free Press, 1994.

34 K. G. Palepu, V. L. Bernard e P. M. Healy, *Business analysis and valuation: Using financial statements*, op. cit., pp. 1-6.

35 R. L. Watts e J. L. Zimmerman, *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1986.

nho e esquemas de aplicação de gratificação, aliados à medidas contábeis. Nesse contexto, supõe-se que os gerentes tenham um incentivo para manipular os números contábeis, escolhendo os métodos que mais lhe favoreçam.

Uma conseqüência inevitável da separação da propriedade do controle é a assimetria de informações entre os gerentes e os acionistas e credores existentes. Partindo da evidência de que a informação contábil está correlacionada como o mercado de capital, segue-se que o poder discricionário dos gerentes em relação às suas escolhas contábeis — as quais influenciam os relatórios contábeis —, pode afetar o preço dos títulos. Embora os gestores de normas tenham elaborado novas regras no intuito de limitar as escolhas contábeis disponíveis aos gerentes, ainda há um grande número de procedimentos alternativos permitidos dentro dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos, ou *Generally Accepted Accounting Principles* — GAAP. Até então, há também evidências de que o

mercado não pode ser enganado de forma sistemática e consistente por manobreadores contábeis, conforme demonstrado nos estudos de Beaver e Dukes e de Kaplan e Roll, citados em Rees.<sup>36</sup>

Conforme lembrado por Morck,<sup>37</sup> a questão do conflito entre proprietários e gerentes foi anteriormente explorada por Berle e Means,<sup>38</sup> o qual enfatizava que os gerentes podem desdobrar os ativos de uma empresa em seu benefício e, dessa forma, prejudicar a riqueza dos acionistas, principalmente quando estes estão demasiadamente dispersos.

Diversas pesquisas vem sendo direcionadas para a investigação da forma e do motivo pelos quais os gerentes são arbitrários na escolha dos procedimentos contábeis de exercício e até que ponto isso pode influenciar os lucros reportados. Porém, não está claro, ainda, se os gerentes interferem por uma questão oportunista, ou seja, para aumentar sua própria compensação, proteger seus cargos ou gerar riqueza

- 
- 36 W. Beaver E R. Dukes, "Interperiod tax allocation, earnings expectations and the behaviour of stock prices", *The Accounting Review*, April 1973, pp. 320-333. R. Kaplan e R. Roll, "Investor evaluation of accounting information: Some empirical evidence", *Journal of Business*, April 1972, pp. 225-257. B. Rees, (ed.), *Financial Analysis*, op. cit.
- 37 R. Morck, A. Shleifer e R. W. Vishny, "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* (20), 1988, pp. 293-315.
- 38 A. A. Berle Jr. e G. C. Means, "The modern corporation and private property", Nova York, Macmillan, 1932.

para os acionistas em detrimento de outros depositários — e, assim, acrescentando “ruído” à informação —, ou se sua intervenção aumenta a relevância do valor das informações contábeis, por meio, por exemplo, da apresentação das expectativas de desempenho a longo prazo.

Bernard e Skinner<sup>39</sup> ressaltam que a investigação do motivo pelo qual os gerentes escolhem manipular as provisões contábeis é uma questão importante, pois os usuários estão preocupados em como interpretar as provisões arbitrárias. Os reguladores de normas, por exemplo, parecem supor que os gerentes agem de forma oportunista e, portanto, tentam restringir as alternativas contábeis que os gerentes possuem para exercer seu poder de escolha. Essa abordagem pode ser inadequada caso o comportamento gerencial seja intencional, objetivando a melhoria do valor informacional dos números contábeis.

No estudo do fator que motiva a arbitrariedade dos gerentes, Subramanyam descobriu que ela está associa-

da aos preços contemporâneos das ações, bem como aos rendimentos e fluxo de caixa futuros, e conclui que as escolhas feitas pelos gerentes pretendem, geralmente, melhorar a informatividade dos rendimentos.<sup>40</sup> De fato, Whittred e Zimmer lembram, em seus estudos, que os gerentes e outros requerentes dos bens das empresas expressam uma preocupação considerável em relação aos métodos contábeis escolhidos pela gerência, e estão envolvidos, com frequência, em disputas com os auditores, além de tentar persuadir os reguladores de normas.<sup>41</sup>

Ao investigar o efeito dos planos de gratificação sobre as escolhas contábeis, Healy descobriu que as políticas contábeis de reconhecimento por competência escolhidas são influenciadas pelo esquema do plano de gratificação.<sup>42</sup> Healy conclui que a gerência possui um incentivo para selecionar as técnicas contábeis de redução do lucro quando este está bem abaixo do nível esperado ou entre os limites máximo e mínimo definidos no plano de gratificação e, por outro lado, são in-

39 V. L. Bernard e D. J. Skinner, “What motivates managers’ choice of discretionary accruals?”, *Journal of Accounting and Economics*, (22) 1996, p. 313.

40 K. R. Subramanyam, “The pricing of discretionary accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, (22) 1996, pp. 249-281.

41 G. Whittred e I. Zimmer, *Financial accounting: Incentive effects and economic consequences*, 3 ed., Harcourt Brace, 1992.

42 P. M. Healy, “The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles”, *Journal of Accounting and Economics*, April, 1985, pp. 85-107.

centivados a selecionar alternativas de elevação do lucro somente se estes excederem o limite máximo.

Outro tipo de contrato é aquele estabelecido entre a gerência e os financiadores, o qual geralmente inclui cláusulas ou provisões, geralmente em termos de variáveis contábeis, os quais impõem algum tipo de restrição para o controle do comportamento oportunista de acionistas e gerentes. Nesse caso, a gerência, particularmente quando possui ações na empresa, nem sempre poderá tomar decisões que favoreçam o interesse dos credores, adotando práticas tais como a troca do rendimento previsto para períodos futuros pelo realizado no presente, a fim de evitar as limitações impostas pelas cláusulas de débito. Além disso, a teoria da contabilidade positiva argumentava que grandes empresas que, pelo seu porte, são politicamente mais visíveis, estão propensas a fazer esta troca, em busca de evitar ser notada pelos políticos.

Uma questão primordial nesta pes-

quisa está relacionada ao modelo utilizado para classificar critérios de reconhecimento por competência em componentes arbitrários e não-arbitrários. Guay *et alii* oferecem uma avaliação dos modelos arbitrários mais comuns:<sup>43</sup> os adotados por Healy, DeAngelo, Jones,<sup>44</sup> com alterações feitas por Dechow e seu modelo industrial elaborado em 1991. De forma geral, Guay descobriu que o desempenho pela separação dos lucros em categorias de arbitrários e não-arbitrários é modesto, até mesmo para o melhor modelo, qual seja, o de Jones — ou sua versão alterada.

Nesse sentido, Healy<sup>45</sup> salienta que as principais deficiências dos modelos atuais são sua

incapacidade de incorporar, adequadamente, os efeitos das mudanças nos fundamentos dos negócios [os quais são] propensos a serem classificados incorretamente como arbitrários; [a falha em] captar de que forma os critérios de reconhecimento por competência são afetados pela fase da empresa

43 W. R. Guay, S. P. Kothari e R. L. Watts, "A market-based evaluation of discretionary accrual models", *Journal of Accounting Research*, 34, "Supplement", 1996, pp. 83-105.

44 L. E. DeAngelo, "Accounting numbers as market value substitutes: A study of management buyouts of public stockholders", *The Accounting Review*, July, 1986, pp. 400-420. J. J. Jones, "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1991, pp. 193-228.

45 P. M. Healy, "The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles", *op. cit.*, p. 112.



em seu ciclo vital e em reconhecer como os erros de previsão *ex post* cometidos pela gerência afetam a competência],

além da não-consideração dos efeitos de alguns princípios fundamentais da contabilidade, tais como a prudência contábil, ou conservadorismo.



#### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALTMAN, E. "Financial ratios, discriminant analysis and predictions of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, september, 1968.
- AMIR, E. & LEV, B. "Value-Relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry", *Journal of Accounting and Economics* (22), 1996.
- BALL, R. & BROWN, P. "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1968, pp. 159-178.
- BARTH, M. E.; BEAVER, W. H. & LANDSMAN, W. R. "Valuation characteristics of equity book value and net income: Tests of the abandonment option hypothesis", Research Paper n. 1.404, Stanford University, Stanford, mimeo.
- BEAVER, W. "Financial ratios as predictors of Failure", *Journal of Accounting Research*, Supplement, 1996.
- BEAVER, W. & DUKES, R. "Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behaviour of stock Prices", *The Accounting Review*, April, 1973, pp. 320-333.
- BERLE Jr., A. A. & MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*, Nova York, macmillan, 1932.
- BERNARD, V. L. & SKINNER, D. J. "What motivates managers' choice of discretionary accruals?", *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996.
- BURGSTAHLER, D. C. & DICHEV, I. D. "Earnings, adaptation and equity value", *The Accounting Review*, April, 722, 1997, pp. 187-215.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. & MURRIN, M. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 2. ed., Nova York, Wiley, 1996.
- DEANGELO, L. E. "Accounting numbers as market value substitutes: A study of management buyouts of public stockholders", *The Accounting Review*, July, 1986, pp. 400-420.
- DECHOW, P. M. "Accounting earnings and cash flows as measures of firm

- performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, (18), 1994, pp. 3-42.
- EASTON, P. D. & HARRIS, T. S. "Earnings as an explanatory variable for returns", *Journal of Accounting Research*, (29, 1), 1991, pp. 19-36.
- EDEY, H. "Business valuation. Goodwill and the super-profit method", in BAXTER, W. & DAVIDSON, S. (eds.), *Studies in accounting theory*, Londres, Sweet & Maxwell, 1992.
- EDWARDS, E. & BELL, P. *The theory and measurement of business income*, LA, University of California Press, 1961.
- GUAY, W. R.; KOTHARI, S.P. & WATTS, R. L. "A market-based evaluation of discretionary accrual models", *Journal of Accounting Research*, 34, Supplement, 1996, pp. 83-105.
- HAYN, C. "The information content of losses", *Journal of Accounting and Economic*, (20), 1995, pp. 125-153.
- HEALY, P. M. "The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles". *Journal of Accounting and Economics*, April 1985, pp. 85-107.
- HENDRIKSEN, E. S. & VAN BREDA, M. *Accounting theory*, 5. ed., Chicago, Irwin, 1992
- JOHNSON, L. T. & SWIERINGA, R. J. "Derivatives, hedging and comprehensive income", *Accounting Horizons*, December, 1996, pp. 109-122.
- JONES, J. J. "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, Autumn, 1991, pp. 193-228.
- KAM, V. *Accounting theory*, 2. ed., Nova York, Wiley, 990.
- KAPLAN, R. & ROLL, R. "Investor evaluation of accounting information: Some empirical evidence", *Journal of Business*, April, 1972, pp. 225-257.
- LIVNATI, J. & ZAROWIN, P. "The incremental information content of cash-flow components", *Journal of Accounting and Economics*, (13) 1990, pp.25-46.
- MACTAGGART, J.; KONTES, P. & MANKINS, M. *The value imperative*, Nova York, Free Press, 1994.
- MORCK, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* (20): pp. 293-315.
- O'HANLON, J. and Rees, W. (1995) Links Between Accounting Numbers and Economic

- Fundamentals, in Rees, B. (Ed). Financial Analysis. Prentice Hall: Hemel Hempsteads, Hertfordshire, pp. 226-254.
- O'HANLON, J. And Rees. W. (1995). Links Between Accounting Numbers and Economic Fundamentals, in Rees, B. (Ed). Financial Analysis. Prentice Hall: Hemel Hempstead, Hertfordshire, pp. 226-254.
- OHLSON, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation. Contemporary Accounting Research (Spring, 11,2) pp. 661-687.
- PALEPU, K.G., Bernard, V. L. and Healy, P.M. (1996). Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements. South-Western: Cincinnati, Ohio.
- PATON, W.A. and Littleton, A. C. (1940). An Introduction to Corporate Accounting Standards. American Accounting Association. Sarasota: Fl.
- PEASNELL, K. (1982). Some Formal Corrections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers. Journal of Business Finance and Accounting (Autumn): pp. 361-381.
- PENMAN, S. H. (1991a). Return to Fundamentals. University of California at Berkeley (Working paper).
- REES, B. (1995). Financial Analysis. Prentice Hall: Hemel Hempstead, Hertfordshire.
- STEWART, G. B. (1991). The Quest for Value. Harper Business.
- STRONG, N. and Walker, M. (1993). The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns. Accounting Review (April): pp. 385-399.
- SUBRAMANYAM, K. R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals. Journal of Accounting and Economics (22): pp. 249-281.
- WATTS, R. L. and Zimmerman, J.L. (1986). Positive Accounting Theory. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ.
- WHITTINGTON, G. (1988). The Usefulness of Accounting Data in Measuring the Economic Performance of Firms. Journal of Accounting and Public Policy (7, 4):: pp. 261-266.
- WHITTRED, G. and Zimmer, I. (1992). Financial Accounting: Incentive Effects and Economic Consequences. (3<sup>rd</sup> Ed.). Harcourt Brace.
- WILD, J. J. (1992) Price Informativeness of Accounting Numbers: Evidence on Earnings, Book Values, and Their Components. Journal of Accounting and Public Policy (11): pp. 119-154..

