

Gerenciamento de Resultados e Ambiente Institucional:  
um Estudo da América Latina.

**Autoria:** Daniel Monfort de Alencastro Guimarães, Hsia Hua Sheng

### RESUMO

Neste artigo analisamos se o ambiente institucional relacionado ao nível de proteção dos investidores dos países da América Latina contribuiu para uma redução na prática de gerenciamento de resultados das empresas. Utilizamos quatro modelos para detectar a prática de gerenciamento de resultados (*Jones Model*, *Modified Jones Model*, *Modified Jones Model with ROA* e o *Kang & Sivaramakrishna Model*). Os modelos buscam representar o *discretionary accrual* pelo resíduo dos modelos, proxy para a prática de gerenciamento de resultado, como a parte não explicada pela equação. A nossa amostra é formada pelas empresas de capital aberto e listada em bolsa nos países da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, somando 313 empresas, para os anos de 2006 a 2009. Utilizamos dados de balanços trimestrais, com cada empresa tendo no mínimo quatro trimestres e no máximo dezesseis trimestres e totalizando 9.986 dados de empresa-trimestre. Utilizamos uma regressão em duas etapas, utilizando dados em painel desbalanceado e o método dos Mínimos Quadrados Ordinários em Dois Estágios, utilizando a correção de efeito fixo, primeira usamos os modelos com dados em painel para estimar o *discretionary accrual*, em seguida, com o resíduo do modelo como variável dependente na segunda regressão sendo a variável independente o nível de proteção do investidor. A nota alcançada pelo país na pesquisa da *Latin America Venture Capital Association (LAVCA)* é usada como proxy para o nível de proteção ao investidor. As notas da pesquisa são anuais e vão de 0 a 100, sendo a nota 100 considerada a melhor em relação ao nível de proteção ao investidor. Há evidências em linha com a teoria de que um melhor ambiente institucional contribui para a diminuição não só da prática de gerenciamento de resultado, representado pelo *discretionary accruals* (resíduo da equação), mas também as variabilidades do gerenciamento de resultados, representado pelo desvio-padrão do *discretionary accruals* essas evidências reforçam a importância do fator proteção ao investidor para o desenvolvimento dos países da América Latina. Os países que possuem um sistema que incentive o investimento privado, com melhores tratamentos tributários, proteção aos credores, governança corporativa e padronização do sistema contábil, apresentam empresas com um menor nível de gerenciamento de resultado. Por fim, os trabalhos futuros poderiam explorar os dados privados para analisar um histórico maior de indicadores de proteção ao investidor e aprofundar a discussão do aspecto de governança nas empresas de capital fechado.

## 1. Introdução

Os relatórios de demonstrações financeiras elaborados pela empresa são a forma de comunicação da empresa com o mercado e uma forma de diminuir a assimetria de informações entre os agentes internos (executivos e controladores) e os agentes externos (sócios minoritários, detentores de dívida, governo e fornecedores). É de se esperar que os gestores utilizem de provisões discricionárias permitidas pelas regras contábeis para melhor refletir o ambiente econômico da empresa. Utilizando como base teorias de finanças corporativas que englobam os temas de governança corporativa, teoria da agência e de teorias econômicas, mercados auto-reguláveis, irá relacionar a importância da proteção do investidor na prática de gerenciamento. A primeira grande preocupação é se as empresas efetuam gerenciamento de resultado, autores como *Jones (1991)*, *Dechow et al (1995)*, *Healy et al (1998)*, se preocuparam em entender e como detectar o gerenciamento de resultados. Desses estudos saíram modelos econométricos utilizados para estudar outros aspectos da teoria.

Na literatura existente o tema mais explorado é de como detectar a prática de gerenciamento de resultado. Estudos adicionais analisam empiricamente quais são os incentivos dos gestores para gerenciar o resultado, a influência de fatores externos, como setor da empresa e ambiente institucional. *Leuz et al (2003)*, que estudou a relação entre gerenciamento de resultados e proteção ao investidor em 31 países e concluiu que há evidências de que o gerenciamento de resultado é influenciado pelo nível de proteção ao investidor. De acordo com *La Porta et al (2000)*, a proteção ao investidor é um fator importante para entender os padrões de finanças corporativas em diferentes países e para proteger os investidores minoritários e os credores da expropriação efetuada pelos controladores e executivos. A proteção ao investidor auxilia no desenvolvimento do mercado de capitais, na diminuição do prêmio pelo controle (estrutura de propriedades das empresas) e alocação dos investimentos, fatores importantes para o desenvolvimento dos países da América Latina.

Diferentemente dos Estados Unidos, caracterizado por um mercado de capitais plenamente desenvolvido, com um mercado de dívidas, empresas com capital pulverizado, onde o acionista majoritário detenha menos de 51% do capital social, gestão na mão de profissionais e não dos sócios, ainda encontramos, nos países da América Latina, um mercado de capitais em fase de amadurecimento, com um mercado privado de dívidas, com forte concentração de bancos e entidades do governo e concentração do capital acionário. Apesar dos países serem muitas vezes tratados como iguais, por terem as mesmas macro características: sistemas democráticos iguais, a mesma origem do sistema legal (Code Law), são países emergentes, incentivo igual dos executivos existe uma diferença na forma que esses países tratam o investidor. Esses países diferem no amadurecimento do mercado de capitais, concentração do capital social, rapidez do sistema legal e incentivo tributários para os investidores. Essas diferenças fazem com que existam diferentes níveis de gerenciamento de resultados encontrados nestes países e demonstrará que a padronização das práticas contábeis (migração para o IFRS) não é suficiente para corrigir essas diferenças. Além disso, não são todos os países estudados nesse artigo que estão convergindo para o padrão IFRS de contabilidade. Somente a Argentina, obrigatório a partir de 2011, Brasil, obrigatório a partir de 2010 e o México, obrigatório a partir de 2012, se comprometeram a adotar o IFRS para empresas listadas.

Esse artigo estuda a influencia de ambiente institucional na prática de gerenciamento de resultado, usando como amostra os países da América Latina como Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru para os anos de 2006 a 2010. Contribuiremos para o estudo da teoria de gerenciamento de resultado ao atualizarmos o período de estudos que analisaram as empresas brasileiras, comparar o resultado com os outros países da América Latina e

relacionar se o ambiente de proteção ao investidor proporciona uma diminuição na prática de gerenciamento de resultado pelas empresas, diminuindo o prêmio pelo controle e melhora os custos de agência. Outra contribuição é podermos estudar a prática de gerenciamento de resultado na América Latina, um mercado que devido a um longo período inflacionário, mercado de capitais pouco representativos, não dispúnhamos de dados suficientes para a análise.

## 2. Revisão Literária

Antes de discorrer sobre os modelos e as formas de detectar o gerenciamento de resultado, exploraremos os incentivos dos executivos em gerenciar de alguma forma o resultado da empresa. A pesquisa apresentada por *Dichev et al* (1997) para empresas americanas sugere que de 8% a 12% das empresas que apresentariam uma pequena queda no resultado se utilizam da liberdade discricionária para apresentar um aumento no resultado. E, 30% a 44% das empresas que apresentariam um pequeno prejuízo se utilizam da liberdade discricionária para apresentar um resultado positivo. Para explicar o resultado do artigo, *Dichev et al*, apresenta duas teorias. A primeira é de que os gestores evitam reportar queda nos resultados e prejuízos como forma de diminuir o custo de transação da firma com seus acionistas e, a segunda teoria é baseada na *prospect theory*.

De acordo com *Healy et al* (1998), o gerenciamento de resultado ocorre quando os executivos utilizam-se do seu julgamento na preparação dos relatórios financeiros e na preparação de transações para alterar o relatório financeiro com o objetivo de não informar corretamente a atual performance econômica da empresa para os demais acionistas, ou para se adequar a cláusulas contratuais que são dependentes de indicadores contábeis e esse julgamento pode ser de ordem econômica, na previsão de eventos futuros, obrigações como benefícios dos trabalhadores e provisão para devedores duvidosos, como de ordem contábil, como depreciação, custo de estoque e necessidade de capital de giro.

De acordo com *Yaping* (2005), gerenciamento de resultado tem cinco características distintas: (1) o resultado é manipulado por gestores e não contadores; (2) o resultado é manipulado de forma consciente e intencionalmente; (3) as medidas tomadas para gerenciamento de resultado incluem também decisões operacionais e não somente contábeis; (4) existe a manipulação de dados contábeis e a manipulação de dados operacionais; (5) a extensão do tamanho do gerenciamento de resultado depende do nível desejado pelos gestores. *Healy et al* destacou como incentivos para a prática de gerenciamento de resultado: (i) expectativas e avaliação do mercado de capitais; (ii) contratos que tenham cláusulas vinculadas a indicadores contábeis; (iii) regulações governamentais de anti-trust.

Conforme *McNichols et al* (2008), a prática de gerenciamento de resultado também leva a empresa a efetuar as próprias decisões de investimentos de formas equivocadas, trazendo conseqüências adicionais para os investidores, gestores e reguladores.

*Jones* (1991) estudou se as empresas importadoras utilizam-se de gerenciamento de resultado durante períodos de fiscalização por parte do agente regulador para que não aconteçam sanções. No artigo, Jones descreve uma nova abordagem para detectar gerenciamento de resultado e discorrer sobre uma situação onde não existe incentivos para os agentes externos exercer um perfeito monitoramento dos agentes internos.

O modelo de Jones foi estudado em sua forma original e na forma modificada, além dos modelos *The Healy Model*, *The DeAngelo Model* e *The Industry Model* foram objeto de análise comparativa efetuada por *Dechow et al* (1995), que concluiu que o modelo de *Modified Jones* prove os melhores testes para gerenciamento de resultado. Para chegar a essa conclusão, foi examinado a freqüência que os modelos geram erro do tipo II e o *Modified Jones Model* foi o que menos apresentou esse erro.

*Martinez* (2008) analisou os modelos *The Healy Model*, *The Jones Model*, *The Modified Jones Model* e o *KS Model* e sua aplicação para o Brasil e concluiu que o *KS Model*

é o modelo que apresenta melhores resultados e estatísticas mais robustas para o Brasil. A diferença entre os modelos de *Jones*, *Modified Jones* e *Modified Jones with ROA*, é que o segundo modelo inclui a diferença entre Receita Líquida e Contas a Receber assumindo que as alterações no Contas a Receber representam gerenciamento de resultado, por ser mais fácil gerenciar vendas a prazo do que vendas a vista, e o terceiro inclui a variável ROA como forma de ajuste para a performance da empresa. A diferença entre os modelos de Jones e do *KS Model*, é que o primeiro opera com a variação das contas de resultados entre dois períodos, o que pode ser um problema para países que apresentam surtos inflacionários, enquanto que o *KS Model* opera com as contas do balanço patrimonial em determinado exercício contábil e portanto, não existe a preocupação de comparar valores em diferentes períodos e utiliza variáveis instrumentais como forma de corrigir problema de correlação entre as variáveis, conforme detalhado no apêndice A.

Encontramos na literatura, os artigos abaixo que aplicam os modelos escolhidos para detectar a prática de gerenciamento de resultado.

**Tabela 1**

A tabela abaixo demonstra alguns artigos encontrados na literatura que utilizam os mesmos modelos usados neste artigo para detectar gerenciamento de resultado

Modelo	Autor	Tema
<i>Jones Model e KS Model</i>	Baber e Kang (2001)	Stock Price Reactions to On-target Earnings Announcements
<i>Jones Model e Modified Jones Model</i>	Prevost et al (2008)	Earnings Management and the Cost of Debt
<i>Modified Jones Model</i>	Chen et al (2008)	On the Use of Accounting vs. Real Earnings Management to Meet Earnings Expectations – A Market Analysis
<i>Modified Jones e Modified Jones with ROA</i>	Gavious (2007)	Market Reaction to Earnings Management: The Incremental Contribution of Analysts

Existem vários estudos que explicam a relação entre a prática de gerenciamento de resultado e o ambiente institucional. O artigo de *Leuz et al (2003)* comparou as diferenças entre gerenciamento de resultado e proteção ao investidor em 31 países, excluídos os países da América Latina, encontrou a existência de influência do ambiente de proteção ao investidor na prática de gerenciamento de resultados. *Leuz et al (2003)*, estimou a média do gerenciamento de resultados para cada país através de quatro modelos comumente usados na literatura e depois efetuou uma segunda regressão utilizando como variáveis independentes o nível de proteção ao investidor, aplicabilidade da lei, definidos por *La Porta et al*, e benefícios de controle privado definido por *Dyck et al (2002)*. *Chung et al (2001)* demonstrou que a presença de investidores institucionais com participações relevantes no capital da social das empresas dos Estados Unidos, tendo recursos e incentivos para monitorar e influenciar as decisões dos executivos, efetivamente contribui para a diminuição da prática de gerenciamento de resultado. Estimou o gerenciamento de resultado com o auxílio do *The Jones Model* e em seguida usou uma segunda regressão usando como variável independente principal uma dummy que tem valor um se o percentual de participação acionária detida por investidor institucional na empresa for maior que a mediana dos dados em painel para o ano em questão.

No Brasil, o artigo escrito por *Gioielli e Carvalho* (2008), demonstrou que, nas empresas que fizeram IPO e tiveram a presença de investidores institucionais antes do processo de abertura de capital, neste caso, fundos de private equity, contribuíram para um menor nível da prática de gerenciamento de resultado. *Tukamoto et al* estudaram também, para as empresas brasileiras, se a emissão de valores mobiliários em outra bolsa de valores, mais especificamente a emissão de ADR na bolsa de NY, contribuiu para a diminuição da prática de gerenciamento de resultados, visto as informações adicionais que a empresa é obrigada a divulgar para atendendo a fiscalização da SEC. Foi pesquisado se a empresa está listada suas ações em um mercado mais desenvolvido, com maior proteção aos investidores eram esperadas que a prática fosse menor do que nas empresas só tem ações listadas na BM&FBovespa, mas não apresentou evidências para comprovar essa afirmação.

### 3. Metodologia

A teoria de Gerenciamento de Resultado apresenta que a prática acontece pela liberdade do gestor em estabelecer critérios de apuração de algumas contas do balanço de pagamentos e do demonstrativo financeiro da empresa. Por haver diferença entre as formas de apuração dentre esses dois relatórios fazendo com que o resultado econômico seja diferente do resultado de caixa, essas contas. Iremos chamar de *total accruals* (provisões totais - TA) as contas que igualam o resultado econômico ao resultado de caixa da empresa, de *discretionary accruals* (provisões discricionárias - DA) aquelas que dependem da decisão do executivo e de *non-discretionary accruals* (provisões não-discricionárias - NDA) daquelas que não dependem da decisão do executivo. Por definição:  $TA = DA + NDA$ . De uma forma geral, os diferentes modelos definem *total accruals* com sendo a variação do capital circulante entre dois períodos.

Fizemos uma comparação entre o nível da prática de gerenciamento de resultados nos países da América Latina e comparar se o ambiente institucional desses países contribui para a queda na prática de gerenciamento de resultado. Estimamos a existência de gerenciamento de resultado através de quatro modelos de previsão e buscamos a melhor forma de moldar o ambiente institucional com base no tratamento de cada país dispensado á proteção do investidor. Entendemos que a proteção aos contratos, a continuidade e estabilidade da economia, o incentivo ao empreendedorismo, o desenvolvimento do mercado de capitais, são fatores determinantes para inibir a prática de gerenciamento de resultado, por parte do executivo e/ou dos acionistas controladores.

Utilizamos neste artigo, quatro modelos para detecção de gerenciamento de resultados, sendo eles o *The Jones Model*, com duas modificações (*The Modified Jones Model*, *The Modified Jones Model with ROA*) e o *Kang & Sivaramakrishnan Model*. Esses modelos, com exceção do modelo KS, foram objeto de estudo no artigo “*Detecting Earnings Management*” de *Dechow et al* (1995) comparou os modelos existentes para detectar a existência de gerenciamento de resultado e conclui que o *The Jones Model*, e suas modificações, apresentaram o melhor resultado. O modelo KS, por sua vez, estima a parte de ajuste através do nível da conta patrimonial do período, sendo um modelo mais adequado para países que apresentam um maior nível inflacionário. O gerenciamento de resultados efetuados através das contas patrimoniais da empresa é possível pela liberdade dada aos gestores de, com o objetivo de dar ferramentas para divulgar a fotografia que melhor retrata a atual situação econômica da empresa, permitir a escolha de determinados métodos contábeis e critérios de apuração. Podemos citar como exemplo a conta de Provisão para Devedores Duvidosos (PDD) que dentre uma definição base dos órgãos regulatórios, permite que a antecipação e postergação de valores, possam ser definidos pelos gestores e também alterado em determinado período. Geralmente são utilizadas contas de provisão que não irão afetar o caixa da empresa.



Após a aplicação dos modelos para detectar a prática de gerenciamento de resultado, utilizaremos uma regressão para identificar se o ambiente de proteção ao investidor auxilia a diminuição da prática de gerenciamento de resultado. O modelo utiliza como variável dependente a média do *discretionary accruals* dos modelos calculados para cada país-ano e como variável independente o *Overall Score* publicado pela LAVCA para cada país-ano. Também faremos uso do mesmo modelo utilizando como variável dependente o desvio padrão para explicar a diminuição da prática de gerenciamento de resultado.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LAVCA_{i,t})$$

Onde:

$DA_{i,t}$  = Média do *Discretionary accruals* do país  $i$  no período  $t$ .

$LAVCA_{i,t}$  = *Overall Score* divulgado pela LAVCA do país  $i$  no período  $t$ .

Devido à falta de dados de demonstrativo contábeis dos países da América Latina, só conseguimos incluir no estudo seis países sendo necessário utilizar dados em painel para o modelo acima. Extraímos para cada país uma média do *discretionary accruals* para os anos de 2006 até 2009, tendo assim 24 observações, combinados com um overall score para cada país-ano.

Por não conseguirmos intuir o que é uma mudança de critério do que é o gerenciamento de resultado pode haver erro de estimação.

#### 4. Amostra: seleção e estatística descritiva

Para analisarmos a existência da prática de gerenciamento de resultados nas empresas da América Latina, utilizaremos como proxy às empresas de capital aberto. Coletamos os dados de balanço patrimonial e demonstrativo de resultado com a ajuda do software Economática®. A base de dados contempla os países da América Latina sendo eles por ordem alfabética: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Para conseguirmos uma maior base amostral utilizamos dados trimestrais das empresas de capital aberto de cada país desde janeiro de 2000 até dezembro de 2009, totalizando 40 trimestres. Cada empresa pode apresentar um máximo de 40 trimestres e um mínimo de quatro trimestres. Excluimos as empresas dos setores financeiros, imobiliários por terem uma forma de apuração de balanço diferentes dos demais e poderiam afetar o resultado. Além disso, excluimos as empresas do setor Holdings, por não terem atividades operacionais. Feito o filtro trabalhamos com uma amostra de: 923 empresas-trimestre para a Argentina, 3.853 empresas-trimestre para o Brasil, 1.931 empresas-trimestre para o Chile, 736 empresas-trimestre para a Colômbia, 1.973 empresas-trimestre para o México e 570 empresas-trimestre para o Peru. A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva para as empresas de cada país objeto do estudo. Podemos verificar a importância no bloco do Brasil e do México refletida em um maior valor de ativo total médio e também do Chile que aparece em terceiro.

**Tabela 2**

Para elaborar a amostra de empresas de cada país, foi utilizado as informações das empresas com capital aberto disponibilizadas na base de dados do software Economática®. Da base de dados total foi aplicado um filtro de dado, demonstrado na tabela abaixo.

Filtro	Condicional	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Mexico	Peru
Ativo Tot do ult balanço em moeda original em milhares:sim*	Maior que		99,000,000				
Ativo-Cancelado	Diferente	Cancelado	Cancelado	Cancelado	Cancelado	Cancelado	Cancelado
Bolsa	Igual		Bovespa		Bovespa	Bovespa	Bovespa
Consol do ult balanço consolid:sim*	Igual	Não	Não	Não	Não	Não	Não
Data do Bal do pri balanço consolid:sim*	Menor que	01/04/09	01/04/09	01/04/09	01/04/09	01/04/09	01/04/09
Data do Bal do ult balanço consolid:sim*	Igual	30/03/10	30/03/10	30/03/10	30/03/10	30/03/10	30/03/10
Presença 20Ago10 12meses	Maior que		50				
Receita Dez 2009 em moeda original em milhares de 5 meses:sim	Maior que		50,000,000				
Sector Economática	Diferente	Finanças	Finanças	Finanças	Finanças	Finanças	Finanças
Sector NAICS ult disponiv	Diferente	Serviços financeiros e seguros	Serviços financeiros e seguros	Serviços financeiros e seguros	Serviços financeiros e seguros	Serviços financeiros e seguros	Serviços financeiros e seguros
Sector NAICS ult disponiv	Diferente	Administração de empresas e empreendimentos	Administração de empresas e empreendimentos	Administração de empresas e empreendimentos	Administração de empresas e empreendimentos	Administração de empresas e empreendimentos	Administração de empresas e empreendimentos
Sector NAICS ult disponiv	Diferente	Imobiliária e locadora de outros bens	Imobiliária e locadora de outros bens	Imobiliária e locadora de outros bens	Imobiliária e locadora de outros bens	Imobiliária e locadora de outros bens	Imobiliária e locadora de outros bens
Sector NAICS ult disponiv	Diferente	Construção	Construção	Construção	Construção	Construção	Construção
Tipo de Ativo	Diferente	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa	Commodity, Cota de Fundo, Empresa não Listada, ETF, Ind Ações, Ind Preço, Moeda, Outros, Renda Fixa

**Tabela 3**

A tabela abaixo está descritas as contas do software Economática® utilizadas para extrair os valores de cada empresa necessários para os modelos. Também apresentamos as contas do software Compusat® como referência para a língua inglesa.

Variável	Descrição	Description	Conta Economática	Conta Compusat
REV	Receita Líquida	Net Sales Revenue	Receita líquida operac	12
AR	Recebíveis	Receivables, excluding tax refunds	Clientes CP	2-161
INV	Estoque	Inventory	Estoques	3
OCA	Outros Ativos de Curto Prazo, excluindo caixa, recebíveis e estoque	Other current assets than cash, receivables, and inventory	Creditos Diversos Outros Ativos CP	4-1-2-3
CL	Dívida de Curto Prazo, excluindo impostos e pagamentos de empréstimos de longo prazo	Current liabilities excluding taxes and current maturities of long-term debt	Finaciamento CP Outros Passivos CP	5-71-44
EXP	Despesas e Custos Operacionais (CMV, DGA)	Operating Expenses (cost of goods sold, selling and	Despesas operac proprias	dez/13
DEP	Depreciação e Amortização	Depreciation and amortization	Deprec, amortize e exhaust Deprec, amort e exhaust	14
GPPE	Ativo Permanente	Gross Property plant and equipment	Permanente	7

**Tabela 4**

Base extraída do software Economática® do balanço patrimonial e do demonstrativo de resultado das empresas de capital aberto dos países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru que dentro do período de 12/1999 até 03/2010, apresentaram no mínimo quatro trimestre consecutivos de dados. Foram excluídas as empresas dos setores financeiros, imobiliários e holdings.

Países	Empresas	Empresas-Ano	Ativo Total Médio (USD)	Receita Líquida Média - Trimestre (USD)	Lucro Líquido Médio - Trimestre (USD)	ROA Médio
Argentina	23	923	1,076,432	175,534	19,677	0.93%
Brasil	137	3,853	5,216,883	785,946	82,555	2.45%
Chile	54	1,931	2,404,344	338,540	22,895	2.71%
Colombia	21	736	1,249,853	165,268	24,735	3.07%
Mexico	52	1,973	3,849,290	725,332	63,837	3.43%
Peru	26	570	819,477	123,184	18,287	5.10%

Quando analisamos ambiente institucional, estamos preocupados com o tratamento dado aos investidores, locais e estrangeiros, em cada país. Se existem incentivos para o investimento em empresas, legislação e sistema tributário favorável, presença de investidores institucionais (fundos de pensão) locais e também se o país incentiva o empreendedorismo e protege a inovação. Como proxy para o ambiente institucional e como cada país adota mecanismos de proteção ao investidor, utilizaremos a nota do país no relatório Scorecard da Latin America Venture Capital Association (LAVCA), associação fundada em 2002 com suporte do Multilateral Investment Fund (MIF) do Inter-American Development Bank, a National Venture Capital Association (NVCA), e Development Capital Networks (DCN), com o objetivo de estimular o crescimento econômico regional com o aumento dos investimentos de Venture Capital e Private Equity através de programas de pesquisa, rede de contatos, educação dos investidores, a promoção das melhores práticas de investimento e a defesa de políticas públicas. Os países foram organizados de acordo com a nota para itens que levam em consideração o ambiente legal, institucional, tributário e empresarial, como também o percentual de investimentos de Private Equity e Venture Capital em relação ao PIB. Essa pesquisa leva em consideração outros países emergentes além dos países objeto do estudo. A Tabela 5 apresenta o Overall Score de cada país objeto de estudo desde o ano de 2006 até 2010. Também foi analisado o indicador Doing Business extraído da pesquisa realizada pelo World Bank como proxy para a proteção ao investidor, mas por causa da baixa variabilidade do indicador durante o período analisado o resultado apresentado não foi significativo.

**Tabela 5**

Resultado do relatório Scorecard 2010 elaborado pela LAVCA. A nota vai do 0 a 100, sendo 100 o ambiente melhor/mais favorável ao investimento. Para elaborar o Overall Score a LAVCA analisa os seguintes critérios com uma nota de 0 a 4: Laws on VC/PE fund formation and operation; Tax treatment of VC/PE funds & investments; Protection of minority shareholders rights; Restrictions on institutional investors (pension funds, insurance firms) investing in VC/PE; Protection of intellectual property rights; Bankruptcy procedures/creditors rights/partner liability in cases of an invested company bankruptcy; Capital Markets development and feasibility of exits (ie, local IPOs); Registration/reserve requirements on inward investments; Corporate governance requirements; Strength of the judicial system; Perceived corruption; Quality of local accounting industry/use of international standards.

Além dos países objeto desse artigo, estão no relatório os seguintes países e com as respectivas notas para o ano de 2010 entre parênteses: UK (93), Israel (81), Espanha (76), Taiwan (61), Uruguai (57), Trinidad & Tobago (56), Costa Rica (54), Panama (49), El Salvador (43) e República Dominicana (38).

Ano	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Peru
2006	41.2	58.8	76.5	42.6	54.4	47,1
2007	43	65	74	47	60	41
2008	50	75	78	53	58	49
2009	46	75	76	57	58	50
2010	43	75	76	60	63	51

## 5. Hipóteses

Conforme discutido anteriormente, e baseado nas pesquisas de *La Porta et al (2000)*, *Leuz et Al (2003)*, construímos três hipóteses:

*H<sub>1</sub>: um melhor nível de proteção ao investidor diminui a prática de gerenciamento de resultado nos países da América Latina.*

*H<sub>2</sub>: um melhor nível de proteção ao investidor diminui o desvio-padrão da prática de gerenciamento de resultado nos países da América Latina.*

A segunda hipótese é formulada porque, como a detecção de gerenciamento de resultado pode ser mal interpretada, o desvio-padrão é a forma de medir a qualidade do *total accrual*. Tomando como base que a presença de regras mais claras, um sistema judicial atuante e punições para quebras de regra, o investidor tem as ferramentas necessárias para além de monitorar as práticas do time de executivo conseguir solucionar potenciais conflitos de interesse. Além de analisar a média do *discretionary accruals* analisaremos o desvio padrão e esperamos que o nível de proteção ao investidor contribuisse para diminuir a variabilidade da prática de gerenciamento de resultado.

Para complementar o estudo, procuramos verificar se dado as limitações das regras contábeis o poder discricionário dos gestores é limitado e, portanto no longo prazo o *discretionary accrual* será anulado. A terceira hipótese é escrita da seguinte maneira:

*H<sub>3</sub>: dado que o poder discricionário dos gestores é limitado e será revertido em n períodos posteriores, a média do DAC será maior para um período de 5 anos em comparação ao período de 10 anos.*

## 6. Resultado

Na primeira parte da análise utilizamos os quatro modelos (*Jones Model*, *Modified Jones Model*, *Modified Jones Model with ROA* e *KS model*) para prever o gerenciamento de resultado para os países objeto do estudo nos anos de 2000 até 2010. O resultado estimado é dado como a média do percentual em relação ao ativo total da empresa não é explicada pelos modelos. Os resultados estão demonstrados na Tabela 6, onde podemos notar que existe uma prática maior na Colômbia e um menor nível no México e Peru, sendo importante ressaltar que os incentivos à prática podem levar o executivo a aumentar (sinal positivo) ou para diminuir (sinal negativo) o resultado, estamos analisando o valor absoluto do resultado. O Brasil, Colômbia, México e Peru apresentam sinal negativo, evidências de prática de gerenciamento para diminuir o resultado, enquanto que a Argentina e o Chile apresentam sinal positivo, melhorando o resultado. Como cada modelo utiliza diferentes critérios para estimar o gerenciamento de resultado, é esperado que os resultados não sejam exatamente iguais, mas o sinal esperado da variável deve ser igual, indicando a direção do gerenciamento de resultado praticado pelo gestor. Encontramos esse resultado em todo os países-anos, menos para Argentina em 2009, Brasil em 2009, Chile em 2008 e 2009, Colômbia em 2009, México em 2006 e 2009 e Peru em 2006 e 2007.

**Tabela 6**

Nesta tabela apresentamos o valor médio do *discretionary accruals (DAC)*, quer dizer o valor médio dos resíduos da regressão utilizando o *Jones Model*, *Modified Jones Model*, *Modified Jones Model with ROA* e *Model*, como proxy para a prática de gerenciamento de resultado. Esse valor deve ser lido como o percentual em relação ao ativo total da empresa do nível de gerenciamento de resultado, sendo positivo para as práticas que buscam melhorar o resultado e negativo para as práticas para diminuir o resultado.

Período



País	Modelo	2000Q1- 2010Q1	2000Q1 - 2005Q4	2006Q1 - 2009Q4	2006	2007	2008	2009
Argentina	Jones Model	0.22%	0.07%	0.36%	0.68%	0.42%	0.55%	-0.23%
	Modified Jones	0.34%	0.19%	0.48%	0.85%	0.63%	0.59%	-0.15%
	Modified Jones with ROA	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
	KS Model	0.00%	-1.181%	1.428%	1.190%	1.613%	1.798%	1.101%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>0.188%</b>	<b>-0.307%</b>	<b>0.755%</b>	<b>0.909%</b>	<b>0.890%</b>	<b>0.979%</b>	<b>0.241%</b>
Brasil	Jones Model	-1.42%	-4.54%	1.19%	4.98%	6.25%	-4.41%	-0.75%
	Modified Jones	0.95%	-2.15%	3.31%	7.32%	7.00%	-1.68%	1.93%
	Modified Jones with ROA	-1.58%	-4.67%	0.79%	5.15%	4.69%	-4.37%	-0.84%
	KS Model	0.00%	-0.121%	0.060%	1.882%	-0.141%	-0.221%	-0.779%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>-0.511%</b>	<b>-2.869%</b>	<b>1.336%</b>	<b>4.833%</b>	<b>4.448%</b>	<b>-2.668%</b>	<b>-0.108%</b>
Chile	Jones Model	0.12%	0.14%	0.36%	1.10%	0.31%	0.11%	-0.02%
	Modified Jones	0.17%	0.18%	0.40%	1.14%	0.38%	0.12%	0.02%
	Modified Jones with ROA	0.05%	0.11%	0.20%	0.93%	0.06%	-0.02%	-0.12%
	KS Model	0.00%	-0.411%	0.624%	0.563%	0.587%	-0.001%	1.416%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>0.085%</b>	<b>0.005%</b>	<b>0.397%</b>	<b>0.936%</b>	<b>0.332%</b>	<b>0.054%</b>	<b>0.321%</b>
Colombia	Jones Model	-1.16%	-1.74%	-1.06%	-0.77%	-2.69%	-0.14%	-0.74%
	Modified Jones	-1.20%	-2.33%	-1.21%	-1.08%	-3.02%	-0.43%	-0.43%
	Modified Jones with ROA	-0.84%	-2.16%	-0.59%	-0.21%	-2.35%	-0.15%	0.26%
	KS Model	-1.01%	-0.04%	-2.22%	-3.13%	-4.89%	0.66%	-2.09%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>-1.052%</b>	<b>-1.568%</b>	<b>-1.268%</b>	<b>-1.298%</b>	<b>-3.240%</b>	<b>-0.015%</b>	<b>-0.751%</b>
México	Jones Model	-0.01%	-0.14%	0.10%	0.13%	0.73%	-0.50%	0.06%
	Modified Jones	-0.03%	-0.15%	0.10%	0.15%	0.79%	-0.52%	0.00%
	Modified Jones with ROA	-0.20%	-0.27%	-0.14%	-0.14%	0.50%	-0.74%	-0.15%
	KS Model	0.00%	-0.358%	0.386%	1.031%	0.953%	-0.265%	-0.115%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>-0.058%</b>	<b>-0.226%</b>	<b>0.113%</b>	<b>0.292%</b>	<b>0.744%</b>	<b>-0.506%</b>	<b>-0.051%</b>
Peru	Jones Model	-0.06%	-0.26%	0.27%	0.50%	-0.06%	1.30%	-0.66%
	Modified Jones	-0.04%	-0.25%	0.30%	0.53%	-0.02%	1.28%	-0.56%
	Modified Jones with ROA	-0.13%	-0.29%	0.14%	0.25%	-0.20%	1.14%	-0.62%
	KS Model	0.00%	-0.246%	0.226%	-0.179%	0.796%	1.030%	-0.639%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>-0.058%</b>	<b>-0.260%</b>	<b>0.235%</b>	<b>0.276%</b>	<b>0.131%</b>	<b>1.188%</b>	<b>-0.619%</b>

**Tabela 7**

Nesta tabela apresentamos o desvio-padrão do *discretionary accruals (DAC)*, quer dizer o desvio-padrão dos resíduos da regressão utilizando o *Jones Model*, *Modified Jones Model*, *Modified Jones Model with ROA* e *Model*, como proxy para a qualidade dos *accruals*..

País	Modelo	Período						
		2000Q1- 2010Q1	2000Q1 - 2005Q4	2006Q1 - 2009Q4	2006	2007	2008	2009
Argentina	Jones Model	7,50%	8,72%	5,61%	6,91%	4,96%	5,72%	4,65%
	Modified Jones	7,56%	8,75%	5,74%	6,84%	5,14%	5,88%	4,97%
	Modified Jones with ROA							
	KS Model	11,23%	13,148%	7,917%	9,224%	7,619%	8,263%	6,479%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>8,767%</b>	<b>10,205%</b>	<b>6,425%</b>	<b>7,658%</b>	<b>5,907%</b>	<b>6,619%</b>	<b>5,366%</b>
Brasil	Jones Model	50,06%	33,45%	60,40%	99,00%	76,93%	23,21%	28,81%
	Modified Jones	49,54%	32,33%	61,56%	99,55%	75,20%	23,26%	29,36%
	Modified Jones with ROA	49,68%	32,71%	61,60%	99,40%	75,46%	23,18%	29,39%
	KS Model	10,84%	9,948%	11,653%	17,409%	11,066%	8,938%	8,981%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>40,031%</b>	<b>27,108%</b>	<b>48,802%</b>	<b>78,842%</b>	<b>59,664%</b>	<b>19,650%</b>	<b>24,133%</b>
Chile	Jones Model	6,66%	6,37%	6,86%	7,04%	5,75%	6,24%	8,13%
	Modified Jones	6,65%	6,35%	6,88%	7,02%	5,78%	6,31%	8,14%
	Modified Jones with ROA	6,61%	6,30%	6,85%	6,87%	5,74%	6,14%	8,29%
	KS Model	9,08%	7,926%	8,313%	7,028%	8,151%	8,816%	9,107%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>7,250%</b>	<b>6,736%</b>	<b>7,228%</b>	<b>6,991%</b>	<b>6,355%</b>	<b>6,878%</b>	<b>8,419%</b>
Colombia	Jones Model	39,07%	5,26%	13,94%	4,72%	19,46%	5,26%	18,30%
	Modified Jones	40,35%	5,76%	14,07%	4,86%	19,50%	5,32%	18,57%
	Modified Jones with ROA	40,33%	6,11%	14,19%	5,03%	19,67%	5,36%	18,69%
	KS Model	17,11%	10,83%	22,54%	10,16%	31,44%	11,36%	28,25%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>34,217%</b>	<b>6,992%</b>	<b>16,187%</b>	<b>6,192%</b>	<b>22,515%</b>	<b>6,826%</b>	<b>20,954%</b>
México	Jones Model	5,27%	4,82%	5,91%	4,41%	6,69%	6,96%	5,08%
	Modified Jones	5,24%	4,80%	5,87%	4,29%	6,54%	7,07%	5,03%
	Modified Jones with ROA	5,21%	4,81%	5,80%	4,28%	6,51%	6,90%	5,02%
	KS Model	8,09%	7,846%	8,439%	7,083%	9,695%	9,217%	7,393%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>5,954%</b>	<b>5,567%</b>	<b>6,504%</b>	<b>5,015%</b>	<b>7,360%</b>	<b>7,540%</b>	<b>5,632%</b>
Peru	Jones Model	6,87%	7,50%	6,11%	6,17%	4,96%	7,54%	5,35%
	Modified Jones	6,83%	7,37%	6,22%	6,18%	5,11%	7,62%	5,60%
	Modified Jones with ROA	6,76%	7,19%	6,33%	6,23%	5,17%	7,79%	5,75%
	KS Model	9,88%	8,738%	11,304%	10,450%	8,486%	14,086%	11,195%
	<b>Média dos Modelos</b>	<b>7,587%</b>	<b>7,700%</b>	<b>7,491%</b>	<b>7,257%</b>	<b>5,931%</b>	<b>9,260%</b>	<b>6,977%</b>

Podemos observar, na Tabela 8, que o sinal apresentado pela variável LAVCA quando usamos como a variável dependente a média do *discretionary accruals* para cada país-ano o resultado é negativo para o modelo, condizente com o que esperávamos e com a teoria, mas apresenta um valor de coeficiente muito próximo de zero, sugerindo que a variável é importante, mas existem outros fatores que, apesar do controle dos investidores, afetam o gerenciamento de resultados. Uma possível explicação é que, em países com altas cargas tributárias e alta concentração do capital acionário, o incentivo seja maior para gerenciar resultado para diminuir o resultado e, conseqüentemente conseguir um menor pagamento de impostos. Assumimos que o nível de proteção ao investidor é uma variável exógena, se não for, corremos o risco de ter um resultado viesado. O R<sup>2</sup> do modelo ficou entre 0,31 e 0,42 para os quatro modelos, demonstrando que a variável é representativa para explicar o modelo e em linha com o encontrado no artigo de *Leuz et al (2003)* no qual o modelo apresenta um valor de R<sup>2</sup> de 0,38 e um sinal negativo para a variável nível de proteção ao investidor. Um segundo ponto a analisar é a qualidade dos *accruals*, medida pelo desvio-padrão dos resíduos da regressão, apresentados na Tabela 7. Analisando como variável dependente o desvio-padrão apurado por cada modelo para cada país-ano, o resultado apresenta um R<sup>2</sup> de 0,78 e a variável independente LAVCA apresenta sinal negativo, e um valor de -0,2, comprovando a segunda hipótese, e demonstrando que a proteção ao investidor é importante para controlar a qualidade do *discretionary accrual* praticado pelos gestores.

**Tabela 8**

A tabela abaixo apresenta o resultado da regressão em painel do modelo para testar se o nível de proteção ao investidor influencia a prática de gerenciamento de resultado. Foi utilizado como variável dependente o nível médio de gerenciamento de resultado do país *i* no período *t*, calculado pelo *The Jones Model*, *The Modified Jones Model*, *The Modified Jones Model with ROA* e *The KS Model*, com o resultado demonstrado na Tabela 6 e como variável independente o índice *Overall Score* divulgado anualmente pela LAVCA para os anos de 2006 a

2009, demonstrados na Tabela 5, Corrigimos o modelo para problemas de variável correlacionados utilizando Efeito Fixo para Cross-section, após usar o teste de Hausman. (tabela 9)

Variável Dependente	Modelo	Constante	LAVCA	R <sup>2</sup>	Observações
DAC – Média	Jones	0.128132 (2.426)**	-0.002191 (-2.384)**	0.3577	24
	Modified Jones	0.113091 (2.387)**	-0.001865 (-2.263)**	0.42	24
	Modified Jones – ROA	0.117146 (2.402)**	-0.002022 (-2.38)	0.31	24
	KS Model	0.006 (0.182)	-3.28E-25 (-0.057)	0.23	24
Desvio- Padrão	Jones	1.2386 (3.50)***	-0.0189 (-3.072)***	0.78	24
	Modified Jones	1.230 (3.49)***	-0.0187 (-3.0629)***	0.78	24
	Modified Jones – ROA	1.420 (-0.02)***	-0.0208 (-3.016)***	0.78	20
	KS Model	0.102 (0.723)	0.000 (0.069)	0.49	24

\* Nível de significância a 10%; \*\* Nível de significância a 5%; \*\*\* Nível de significância a 1%  
Estatísticas T entre parênteses

**Tabela 9**

Teste de Hausman para comparar o uso de Efeito Fixo ou Aleatório para dados em painel. A hipótese nula significa que os coeficientes do modelo e os efeitos aleatórios são ortogonais. A rejeição da hipótese nula indica que a melhor escolha é o modelo de efeitos fixos;

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	7.713276	1	0.0055	
** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.				
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LAVCA	-0.001901	-0.000059	0.000000	0.0055

As principais diferenças existentes nos países com um melhor ambiente institucional para os investidores são relacionadas à proteção ao investidor minoritário, restrição impostas a investidores institucionais (fundo de pensão), desenvolvimento do mercado de capitais e governança corporativa e com menor relevância está a adoção de padrões contábeis internacionais (IFRS). Essas diferenças possibilitam que um país do integrante do bloco da América Latina se destaque dos outros e possa atrair maior fluxo de investimento, capital necessário para a economia do país.

Como existe limitação nas regras contábeis a é esperado que a prática direcional de gerenciamento de resultado seja nula no longo prazo, por isso, demonstramos também a média apurada em dois períodos: um que compreende os primeiros cinco anos (1º. Trimestre de 2000 até 4º. Trimestre de 2005) e o segundo que compreende os últimos quatro anos (1º. Trimestre de 2006 até 4º Trimestre de 2009). Percebe-se que todos os países, com exceção do Chile e da Colômbia, apresentam sinais diferentes entre os dois períodos. A Tabela 6 auxilia o teste da terceira hipótese. O gerenciamento de resultado praticado pelo gestor da empresa pode ser usado tanto para aumentar ou diminuir o resultado da empresa. Podemos supor que em países com alta carga tributária, como o Brasil, e com uma forte concentração do capital social da empresa em poder do acionista controlador, a direção do gerenciamento de resultado da empresa seja para diminuir o resultado para diminuir o pagamento de impostos. Isto

contrariando o incentivo ao gestor e objetivo do investidor minoritário, mas está alinhado ao interesse do sócio-majoritário, mas conflitante ao objetivo do investidor. Além disso, estudos prévios que analisaram a relação entre gerenciamento de resultado e o *cross-listing* das ações da empresa em outro país, que não o país sede da empresa não apresentaram resultados conclusivos em relação à diminuição da prática de gerenciamento. E para completar, o número de empresas da América Latina que possuem *cross-listing* é muito pequeno para que possamos efetuar essa comparação entre os países Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

## 7. Considerações Finais

Este artigo procurou demonstrar que um melhor ambiente institucional está relacionado à menores práticas de gerenciamento de resultado, complementando a literatura e artigos já publicados por *Leuz et al (2003)*, sobre a influência da proteção ao investidor em 31 países, *Gioielli e Carvalho (2008)*, a influência de gestores de private equity nas empresas que realizaram IPO no Brasil e *Chung et al (2002)* que pesquisou a influência de investidores institucionais e todos concluíram que o investidor contribui para a diminuição e controle dos executivos na prática de gerenciamento de resultado.

Os resultados encontrados estão em linha com a hipótese formulada e com a teoria, demonstrando que o gerenciamento de resultado é negativamente associado ao nível de proteção ao investidor para os países da América Latina e apresentou alto índice de explicação para o *discretionary accrual*. É importante destacar que o resultado encontrado para os países da América Latina demonstram que o nível de proteção ao investidor tem uma maior influência para diminuir a variabilidade do gerenciamento de resultado do que para diminuir propriamente o nível do gerenciamento, evidenciando que existem incentivos ainda maiores para se manter o determinado nível de gerenciamento de resultados, como por exemplo, a diminuição da carga tributária incidente sobre o resultado da empresa.

Há evidências de que a prática do gerenciamento direcional de resultado não é sustentável no longo prazo, existindo um limite estipulado pelas regras contábeis, por exigirem lançamentos em partidas dobradas e as provisões definidas pelos gestores são limitadas ao valor total da conta contábil. Quando dividimos o período analisado em dois, demonstrando que existe diferença entre o sinal apresentado pelo *discretionary accrual* de cada período, aumentando ou diminuindo resultado, comprovando de que, no longo prazo, o resultado gerenciado não é sustentável.

Por não conseguirmos dados de vários períodos para os países analisados, precisamos utilizar técnicas de cross-section painel para aplicar os modelos de detecção de gerenciamento de resultado. Por fim, os trabalhos futuros poderiam explorar os dados privados para analisar um histórico maior de indicadores de proteção ao investidor e aprofundar a discussão do aspecto de governança nas empresas de capital fechado.

## 8. Referências

- BABER, W., Kang, S. – Stock price reactions to on-target earnings announcements – Implications for Earnings Management. Working Paper – September 2001
- BURGSTAHLER, D., Dichev, I., - Earnings management to avoid earnings decreases and losses – Journal of Accounting & Economics – Vol. 24, p 99-126 – 1997
- CHI, J., Gupta, M. – Overvaluation and earnings management – Working Paper – March. 2009.
- CHUNG, R., Firth, M., Kim, J., - Institutional monitoring and opportunistic earnings management. Journal of Corporate Finance 8 – p. 29-48 (2002)

- DECHOW, P., Sloan, R., Sweeney, A. – Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2 – p. 193-225 – April 1995
- GIOIELLI, S., Carvalho, A. – The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital – Working Paper – April 2008.
- HEALY, P., Wahlen, J., - A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. – Working Paper - November 1998
- JONES, J., - Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No.2 – p. 193 – 228 – Autumn 1991.
- KANG, S., Sivaramakrishnan, K., - Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach . *Journal of Accounting Research*, Vol. 33 No. 2 – p .353 – 367 (Autumn, 1995)
- KOTHARI, S.P., Leone, A., Wasley, C. – Performance matched discretionary accrual measures – *Journal of Accounting and Economics* 39, p 163-197, 2005
- LA PORTA, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., - Investor protection and corporate governance – *Journal of Financial Economics*, 58, pp 3-27 (2000)
- LAVCA Report - Latin America Venture Capital Association Scorecard 2006, 2007, 2008, 2009 e 2010
- LEUZ, C., Nanda, D., Wysocki, P.,- Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 – p. 505-527 – (2003)
- McNICHOLS, M., Stubben, S., - Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? – *The Accounting Review* Vol. 83, No. 6, p 1571-1603 – 2008
- THOMAS, J., Zhang, X., – Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy* 19 – p.347 -376 - (2000)
- TUKAMOTO, Y., Lopes, A. – Contribuição ao estudo do gerenciamento de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não emissoras de ADR – Working paper
- YAPING, N., - The Theoretical framework of earnings management – *Canadian Social Science* – Vol.1. No. 3, pp 32-38 (2005)



## 9. Apêndice:

### A- Modelos de Gerenciamento de Resultado

#### The Jones Model

Sendo:

$$TA_t = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_t) + \beta_3 (PPE_t) + \varepsilon_t$$

E:

$$TA_t = (\Delta CA_{jt} - \Delta Cash_{jt}) - (\Delta CL_{jt} - \Delta STD_{jt} - \Delta TP_{jt}) - \Delta Dep_{jt}$$

Então:

$$NDA_t = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_t) + \beta_3 (PPE_t)$$

E:

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

Onde:

$TA_t$  = Total Accruals

$NDA_t$  = Non-discretionary accruals

$DA_t$  = Discretionary accruals

$\Delta REV_t$  = receita líquida no ano  $t$  menos receita líquida no ano  $t-1$  dividido por ativo total do ano  $t-1$

$PPE_t$  = ativo permanente do ano  $t$  dividido por ativo total do ano  $t-1$ .

$A_{t-1}$  = ativo total no ano  $t-1$ .

Para o modelo *The Modified Jones* foi incluída a variável Contas a Receber, para eliminar a tendência do *The Jones Model* de mensurar discretionary accruals com erro, quando o ajuste discricionário é efetuado na Receita, como descrito por *DECHOW et al.*, (1995), re-escrevendo o modelo da seguinte forma:

$$NDA_t = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \beta_3 (PPE_t)$$

Onde:

$\Delta REC_t$  = contas a receber líquido no ano  $t$  menos contas a receber líquido no ano  $t-1$  dividido por ativo total do ano  $t-1$ .

Para o modelo *The Modified Jones with ROA*, incluímos a variável retorno do ativo, conforme *KOTHARI et al.*, (2005), com o modelo sendo descrito pela equação abaixo:

$$NDA_t = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \beta_3 (PPE_t) + \beta_4 (ROA_t)$$

Onde:

$\Delta ROA_t$  = retorno sobre o ativo em  $t$ .

Apesar de o *The Jones Model* ser muito utilizado para estimar a prática de gerenciamento de resultado, podemos incorrer em erro de variável omitida, ao não incluir outras variáveis que podem ser manipuladas, por exemplo, de variações na despesa e de simultaneidade, já que, a variável dependente e as variáveis independentes são conjuntamente determinadas e as manipulações são restritas pelas práticas contábeis.

O modelo de Kang & Silvaramakrishnan utiliza a diferença do nível das contas de balanço ao invés de utilizar a variação entre dois períodos, por isso apresenta um melhor resultado para países com níveis elevados de inflação. Além disso, o modelo KS utiliza variáveis instrumentais para eliminar o problema de correlação entre as variáveis.

**Modelo KS**

$$AB_{i,t} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_{1,t} REV_{i,t}] + \phi_2 [\delta_{2,t} EXP_{i,t}] + \phi_3 [\delta_{3,t} GPPE_{i,t}] + \varepsilon_{i,t}$$

$$DA_{i,t} = AB_{i,t} - \left[ \phi_0 + \phi_1 [\delta_{1,t} REV_{i,t}] + \phi_2 [\delta_{2,t} EXP_{i,t}] + \phi_3 [\delta_{3,t} GPPE_{i,t}] \right]$$

$$\delta_{1,t} = \frac{AR_{i,t-1}}{REV_{i,t-1}}$$

$$\delta_{2,t} = \frac{INV_{i,t-1} + OCA_{i,t-1} - CL_{i,t-1}}{EXP_{i,t-1}}$$

$$\delta_{3,t} = \frac{DEP_{i,t-1}}{GPPE_{i,t-1}}$$

Onde:

$AB_{i,t}$  = Total Accruals =

$AR_{i,t}$  = Contas a Receber da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

$INV_{i,t}$  = Estoque da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

$OCA_{i,t}$  = Outros Ativos de Curto Prazo, excluindo caixa, contas a receber e estoque, da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

$CL_{i,t}$  = Dívidas de Curto Prazo, excluindo impostos e parcelas de empréstimos de longo prazo contabilizados no Passivo Circulante da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

$DEP_{i,t}$  = Depreciação e Amortização da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

$REV_{i,t}$  = Receita Líquida da empresa  $i$  no período  $t$ .

$EXP_{i,t}$  = Despesas e Custo Operacional (CMV, DGA) da empresa  $i$  no período  $t$ .

$GPPE_{i,t}$  = Ativo Permanente da empresa  $i$  no período  $t$ .

$\Delta REV_t$  = receita líquida no ano  $t$  menos receita líquida no ano  $t-1$  dividido por ativo total do ano  $t-1$

$PPE$  = ativo permanente do ano  $t$  dividido por ativo total do ano  $t-1$ .

$A_{t-1}$  = ativo total no ano  $t-1$ .