

Gerenciamento de Resultados Contábeis e ADR's na América Latina

Autoria: Régis Augusto Sandrin, Rodrigo Oliveira Soares

Resumo

Este estudo propõe-se a investigar se empresas, não financeiras, latino-americanas (Argentina, Brasil, Chile e México) que possuem ADR's negociadas nos EUA apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis do que as empresas com ações listadas apenas nos mercados domésticos. Tal conjectura baseia-se no fato de essas empresas seriam obrigadas a seguir os padrões contábeis dos EUA, e na mudança no esquema de incentivos a que os gestores estariam expostos. Para isto, foram utilizados quatro medidas para captar a existência de gerenciamento de resultados contábeis, três utilizando acumulações (*accruals*) discricionárias e outro verificando a frequência de pequenos lucros. O teste estatístico utilizado foi o teste não paramétrico U de -Mann-Whitney. Os achados são, em parte, coincidentes com a teoria, já que as empresas do que possuem ADR's negociadas nos EUA, de modo geral, apresentam menores índices de gerenciamento de resultados contábeis.

Introdução:

A qualidade da informação contábil é uma importante forma de controle na empresa que se traduz em melhor governança e distribuição de riqueza. É através dela que os diversos agentes do mercado podem tomar decisões racionais sobre como alocar seus recursos e é neste contexto se desenvolve a prática do gerenciamento de resultados (*earnings management*).

O gerenciamento de resultados é a utilização do julgamento do gestor, proporcionado pela flexibilidade existente nos relatórios financeiros, para reportar desempenhos "maquiados" aos demais interessados nesta informação.

O objetivo básico da contabilidade, de acordo com Iudicibus (2004, p.24) "pode ser resumido no fornecimento de informação econômica para diversos usuários, de forma que estes possam tomar decisões racionais". Bushman e Smith (*apud* FORMIGONI, PAULO e PEREIRA, 2007) vão além, dizendo que esta informação tem papel de controle, promovendo a governança corporativa da empresa.

A literatura a respeito do tema cita diversas situações que incentivariam os gerentes a tomar a atitude de gerenciar resultados contábeis. Porém, de acordo com esta mesma, (COMISKEY e MULFORD, 2005), estas práticas estariam limitadas pelo grau de flexibilidade do padrão contábil e os incentivos variam de acordo com o mercado e contexto aos quais as empresas estão inseridas.

Leuz, Nanda e Wysocki (2003), realizaram estudo empírico verificando 31 e um países, segregados de acordo com as características de seus mercados e de seus modelos de governança corporativa. Neste estudo foram encontrados resultados que sugerem que os níveis da prática de gerenciamento de resultados contábeis eram maiores em países com menor proteção a investidores minoritários, proteção a contratos (*enforcement*) e menores mercados do que em países com maiores níveis de proteção e mercado de capitais mais desenvolvidos. As evidências empíricas apontam para os padrões de governança corporativa como um dos principais fatores determinantes dos níveis de gerenciamento de resultados contábeis.

Uma vez que o modelo de governança corporativa é apontado como sendo um fator essencial nos níveis de gerenciamento de resultados contábeis, é possível estender a análise a toda a América Latina, já que, de acordo com Andrade e Rossetti (2004), o subcontinente forma um grupo de países com desenvolvimento institucional semelhante e, apesar de pequenas variações regionais, apresenta práticas de governança corporativa equivalentes.

Diversas empresas latino-americanas têm recorrido ao mercado dos EUA para captar recurso, através do lançamento de ADR's. Para isto, estas empresas são obrigadas a utilizar um modelo de apresentação contábil mais rigoroso (US GAAP) e estariam lidando com investidores mais exigentes.

Este trabalho visa verificar, se as empresas dos países latino-americanos que possuem ADR's apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis do que as empresas que possuem apenas ações negociadas no mercado doméstico. Trabalhando com uma amostra composta por observações oriundas da Argentina, Brasil, Chile e México, e foram utilizados quatro medidas para detectar os níveis de gerenciamento de resultados contábeis.

O trabalho foi desenvolvido de forma a apresentar, primeiramente, a literatura sobre o tema, de forma a contextualizar. Posteriormente são descritos os procedimentos metodológicos. Os resultados são, então, apresentados e discutidos e, finalmente, são tecidas considerações finais.

Foi utilizado o teste não-paramétrico U de Mann-whitney para testar a significância estatística das diferenças entre o nível de gerenciamento de resultados das empresas que negociam ADR's no mercado americano para as que não o fazem.

1. O gerenciamento de Resultados

A expressão gerenciamento de resultados é utilizada para se referir ao ato de realizar *earnings management* (EM), termo predominante na literatura internacional a respeito do tema. Heally e Wahlen (1998) apresentam a seguinte definição: *earnings management* ocorre quando gerentes fazem uso de julgamento nos relatos financeiros ou na estruturação de operações de modo a alterar os relatórios financeiros com o intuito de 'ludibriar' alguns agentes interessados na distribuição de riquezas (*stakeholders*). Outro objetivo pode ser o de influenciar dispêndios contratuais que dependem dos números contábeis divulgados.

Comiskey e Mulford (2005) complementam afirmando que, dado que os gerentes têm certa autonomia para realizar escolhas contábeis, é natural que estes a utilizem de maneira a maximizar seu conjunto de utilidade e/ou o valor de mercado da firma.

Ainda segundo os autores, a mais comum das técnicas de gerenciamento de resultados contábeis envolve simplesmente o uso da flexibilidade dos padrões de relatórios contábeis (GAAP).

É importante destacar que a prática de gerenciamento de resultados contábeis não é ilegal e distingue-se da fraude contábil. O que pode ser controverso, porém, é em que ponto esta "manipulação" dos resultados ultrapassa o limite aceitável e passa a ser considerada uma fraude. Nas palavras do CEO da *Securities and Exchanges Commission*ⁱ (SEC), Sr. Levitt (*apud* COMISKEY e MULFORD, 2005): "existe uma área cinza, onde os relatórios contábeis são "manipulados", na qual são os gerentes que definem as regras, assim os ganhos reportados refletem os desejos dos gestores em detrimento do verdadeiro desempenho da firma"ⁱⁱ. Presumivelmente, segundo Comiskey e Mulford (2005), existe uma área negra por trás desta cinza e o movimento a partir da área cinza para a negra pode gerar ações de entidades como a SEC, ou seja, fiscalização por fraude contábil.

Diversos agentes econômicos são usuários desta informação e, de modo direto ou indireto, encontram nos relatórios contábeis subsídios para otimizar seus processos decisórios e, deste modo, estes relatórios passam a ter importantes implicações econômicas para os agentes, sendo particularmente crucial quando trata-se de um investidor que pretende investir recursos em uma carteira de ações (MARTINEZ, 2001).

Neste contexto surge a preocupação das empresas em atender as expectativas do mercado de capitais e isto se reflete nos relatórios elaborados pela gerência, com potenciais consequências negativas, se eles falharem no atendimento destas expectativas, no valor das

ações das companhias. Como resposta a esse cenário, os gerentes podem ver como sua responsabilidade fazer todo o possível, dentro de certos limites, para que a expectativa do mercado seja alcançada ou superada (COMISKEY e MULFORD, 2005).

Beaver (1981 *apud* MARTINEZ, 2001) diz que é possível identificar algumas conseqüências econômicas relevantes da informação contábil, particularmente para acionistas: (i) a informação contábil pode afetar a distribuição de riqueza entre investidores. essa conseqüência decorre do fato de que investidores mais bem informados podem aumentar suas riquezas à custa de investidores menos informados; (ii) a informação contábil pode afetar a percepção dos coeficientes de risco e sua distribuição entre os agentes econômicos; (iii) a informação contábil pode afetar as taxas de investimento e consumo de toda uma sociedade; e, (iv) a informação contábil pode afetar a forma pela qual os investimentos são alocados entre empresas.

Assim, fica estabelecida uma dinâmica mercado, entre os *stakeholders* e os gerentes. Os gerentes possuem certa liberdade para elaborar relatórios contábeis e a utilizam para “mascarar” o verdadeiro desempenho das empresas. Por outro lado, caso divulgassem resultados reais, menos promissores, acabariam por prejudicar também alguns *stakeholders*. Estes usuários, porém, sabem da existência desta margem de manobra e acabam por “descontar” estas alterações quando alocam seus recursos. Corroborando a essa teoria, Martinez (2001), utilizando amostra de empresas brasileiras, realizou estudo empírico que sugere que empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados contábeis, no longo prazo, apresentam desempenho médio inferior no mercado em relação a empresas com menores níveis, resultado este também já exposto em estudos internacionais.

Os gerentes utilizam diversos métodos para realizar o gerenciamento de resultados contábeis e, de acordo com a teoria, estes métodos variam de acordo com a situação a que o gerente é exposto, e conseqüentemente, cada situação gera um incentivo distinto para a realização da prática de gerenciamento (COMISKEY e MULFORD, 2005). O entendimento desta dinâmica é fundamental, pois este trabalho, seguindo os modelos de estudos empíricos já realizados, baseia-se neste esquema de incentivos para desenvolver medidas que possam quantificar os níveis de gerenciamento, baseando cada indicador em incentivos específicos, como o nível de suavização dos resultados (EM1 e EM2), o nível absoluto da utilização da flexibilidade dos relatórios financeiros (EM3) e a proporção entre pequenos lucros e pequenos prejuízos (EM4) e, considerando que no período estudado encontram-se muitos IPO's de ADR's, tal incentivo também é captado indiretamente.

1.1 Estudos Empíricos Sobre gerenciamento de Resultados Contábeis

Há um diversos trabalhos de revisão da literatura publicadosⁱⁱⁱ, porém as maiores fontes de pesquisa são diversos estudos empíricos que buscam a confirmação da teoria em diversos cenários. Para este estudo, dois artigos adquirem fundamental importância: Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Lopes, Galdi e Tukamoto (2003).

No primeiro, os autores fazem uma comparação entre os níveis da prática de gerenciamento de resultados contábeis entre as empresas de 31 países, partindo do pressuposto de que as empresas localizadas em países com mercado de capitais ditos desenvolvidos, ou seja, onde há maior grau de proteção a investidores minoritários, maior dispersão de capital, normas contábeis mais rígidas (maior *enforcement*) e mercado orientado para captação de recursos em bolsa (*market oriented*^{iv}), apresentariam menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis do que as empresas sediadas em países com seus mercados de capitais menos desenvolvidos, que apresentam concentração de capital, menor proteção para os investidores minoritários e predomínio de financiamento através de recursos oriundos do mercado financeiro (*bank oriented*).

Os países foram divididos em grupos, onde os membros apresentam características semelhantes quanto a seu mercado de capital e foram utilizados quatro sucedâneos (*proxiesproxies*) para mensurar os níveis de gerenciamento de resultados contábeis. Foram encontrados resultados significativos, que condizem com os pressupostos dados pelos autores, sugerindo que os níveis de gerenciamento de resultados contábeis estão, intrinsecamente, ligados as práticas e níveis de governança corporativa. É necessário citar que, dentre os 31 países que compunham a amostra, não havia nenhum país latino-americano.

Já o trabalho de Galdi, Lopes e Tukamoto (2003), intitulado *Earnings Management and Cross Listing in Brazil*, investiga se as empresas brasileiras que emitiram ADR's apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis do que as empresas com ações listadas apenas na bolsa brasileira (BOVESPA). Os autores partem do pressuposto de que empresas com ações listadas na NYSE^v, apresentariam menores níveis de gerenciamento de resultados contábeis, pois são obrigadas a apresentar seus relatórios contábeis segundo as normas norte-americanas (US GAAP) que são mais rígidas do que as normas brasileiras (*Brasilian GAAP*), além de seguirem normas mais estritas de governança corporativa.

A partir de cinco diferentes medidas de gerenciamento de resultados, o estudo acaba por rejeitar a hipótese de que empresas com ações listadas no exterior apresentariam menores níveis de governança corporativa das empresas listadas apenas na BOVESPA.

Tal resultado sugere que a listagem de ações em um mercado que supostamente utiliza um padrão mais rigoroso de governança corporativa não é suficiente para aumentar a qualidade dos relatórios contábeis apresentados pelas empresas e que o uso do US GAAP, não impacta significativamente na qualidade dos números apresentados pelas empresas. Seguindo por esta linha de raciocínio, o estudo conclui sugerindo que os incentivos internos têm maior reflexo na qualidade dos relatórios contábeis do que normas externas, pois, apesar das empresas estarem seguindo modelos tecnicamente "superiores", ainda estão inseridas no mesmo ambiente de incentivos do mercado brasileiro, que apresenta grande concentração do capital, fraca proteção ao investidor minoritário e outras diversas características comumente associadas a governança corporativa pobre.

Complementando o tema, Almeida, Aquino, Cardoso e Neves (2006), fizeram uma comparação entre a intensidade de acumulações discricionárias (*accruals*) entre as empresas listadas em diferentes níveis de governança corporativa e entre as empresas com ações com altos e baixos níveis de liquidez.

Sustentando os artigos, existe significativa literatura que explora o impacto dos incentivos gerenciais frente às propriedades dos relatórios contábeis. Nesta é demonstrado que as propriedades dos relatórios contábeis não dependem somente dos padrões e regulamentações, mas também dos incentivos que os gestores recebem para produzir os números informativos (GALDI *et all*, 2003 *apud* BALL *et all*, 2003).

2. Modelo Latino-americano de Governança e Incentivos Externos no Lançamento de ADR's

De acordo com Andrade e Rosseti (2004), o modelo latino-americano é marcado pelas seguintes características: (i) financiamento predominantemente bancário (*debt*); (ii) grande concentração acionária em grupos familiares; (iii) com propriedade e gestão sobrepostas, (iv) o principal conflito de agencia é entre majoritários e minoritários, (v) com fraca proteção a estes últimos, (vi) liquidez acionária especulativa e oscilante; (vii) forcas de controles internas são as mais atuantes.

O mesmo autor, atribui ao modelo anglo-saxão, vigente nos EUA e na Inglaterra as seguintes características: (i) mercado acionário como fonte de financiamento predominante, (ii) alta dispersão da propriedade e controle, (iii) sendo estas duas separadas, (iv) disputa entre acionistas e direção como principal conflito de agencia, (v) alta proteção legal aos acionistas

minoritário, (vi) alta liquidez acionária e (vii) com as forças de controle externas como as mais atuantes.

Comparando os dois panoramas, é evidente a mudança de cenário a qual uma empresa que lança ADR's passa. Porém esta mudança não ocorre em sua operação, já que ela continua sediada no seu país de origem, a mudança esta relacionada principalmente a dois fatores: (i) a adoção de normas contábeis diferentes e; (ii) um novo perfil de investidor, habituado a um mercado mais dinâmico e regular.

Detalhando o cenário Latino-americano, Andrade e Rossetti (2004) afirmam que a gestão é geralmente exercida por acionistas majoritários. O controle privado nacional está nas mãos de grupos familiares ou consórcios (formados para a aquisição de estatais). A identidade dos controladores alterou-se nos últimos dez anos devido a presença de investidores estrangeiros. São práticas comuns as participações cruzadas, estruturas piramidais e a emissão de ações sem direito a voto. Assim o conflito de agência predominante é entre acionistas minoritários e majoritários. As ações sem direito a voto representam 37% das emissões de capital, com destaque para o Brasil, onde essas ações superam em 29% a com direito a voto.

A proteção a acionistas minoritários é predominantemente fraca e a alta proporção das ações sem direito a votos dificulta a ação dos minoritários, praticamente alijados de assembleias gerais e participação nos conselhos. É grande a possibilidade dos controladores tomarem decisões sem considerar os interesses do universo de acionistas. Também o extensividade dos preços das ações do bloco de controle (*tag-along*), no caso de aquisições, não é universalmente assegurada (ANDRADE e ROSSETTI, 2004).

Este é um ponto onde há mudanças nos incentivos dos gestores para elaborar relatórios contábeis. Como exposto, na América Latina, freqüentemente, os próprios majoritários são os gestores e estes têm nos bancos sua maior fonte de recursos. Porém ao optar pelo lançamento de ADR's, eles deverão fornecer informação para o investidor norte-americano, onde o principal conflito de agência é entre a direção e os acionistas, e estes, para perceber maior valor no investimento, acabam formando uma força externa de controle. Andrade e Rossetti (2004) assinalam que uma das principais forças de controle externa no mercado norte-americano são os fundos de investimentos, que exigem padrões mínimos de governança e, conseqüentemente, de qualidade de informações para alocarem seus recursos.

Porém, ao realizarem estas operações estas empresas colocam-se sob influência de um novo esquema de incentivos externos, principalmente devido a novos padrões contábeis e exigências dos investidores locais.

3. Estudo Empírico: Método e Procedimentos

A pesquisa aqui apresentada pode ser classificada como *ex-post-facto*. Gil (1996) argumenta sobre este tipo de pesquisa que não se trata, exatamente, de um experimento, tal qual o realizado nas ciências físicas e biológicas, pois não se tem o controle de todas as variáveis, mas contudo, procedimentos semelhantes são adotados. Neste estudo existe o pressuposto implícito de que o único fator relevante para a alteração nos níveis de gerenciamento de resultados contábeis é o lançamentos de ADR^{vi}s e, conseqüentemente, a alteração no esquema de incentivos na qual os gestores destas empresas estão submetidos.

A amostra foi dividida em dois grupos, aqui denominados grupo experimental e de controle. Tais grupos também foram divididos em subgrupos (por país) para permitir que os testes fossem realizados separadamente. Todas as empresas e subgrupos com observações insuficientes foram retirados e alguns cuidados para não contaminar a amostra foram tomados (abordado na sessão 3.2). Com a base de dados de teste pronta, os cálculos de mensuração foram realizados e as diferenças entre as médias dos resultados de cada grupo e subgrupo foram testadas estatisticamente. Finalmente, com toda a informação processada, os dados são apresentados de forma a facilitar a análise, cruzando-a com a teoria a respeito do tema.

Nesta configuração, a variável dependente são os níveis das práticas de ‘gerenciamento’ de resultados contábeis e a variável independente é o fato de determinado grupo ou empresa possuir, ou não, ADRs.

Não foi utilizado um delineamento com realização de pré e pós-teste pois tal procedimento exigiria observações anteriores ao lançamento de ADR’s por parte das empresas do grupo experimental. Tal procedimento também tornaria o resultado do teste mais suscetível a outras variáveis não controladas, pois os lançamentos não estão concentrados em um único período de tempo e diversas alterações nos esquema de incentivos ocorreram nas últimas décadas. Ou fator que dificultaria tal teste é a hiperinflação que estava presente no continente no final da década de 80 e, principalmente, na primeira metade dos anos 90. Inclusive, este fator foi responsável pela exclusão de Brasil, Argentina e México do estudo realizado por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

É importante ressaltar que outras variáveis podem possuir algum efeito sobre o objeto de estudo, tais como o tamanho das empresas, nacionalidade do controlador, concentração de capital e tipo de indústria. Estes fatores não foram controlados, o que se constitui numa limitação do método utilizado.

Os dados estudados englobam o período de 1995 a 2006 e foram utilizados as informações dos relatórios anuais. A primeira exigência para a composição da amostra foi a existência de, ao menos, cinco observações no período na conta ‘ativo’. Todas as empresas dos setores de finanças, seguros, fundos e equivalentes também foram retiradas em função da diferenças contábeis de tais ramos.

Existem sete países latino-americanos com as informações de seus mercados listadas no Economática®. (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela). Colômbia, Peru e Venezuela não foram englobados no estudo, pois, aplicados os critérios de seleção, não restaram observações suficientes de empresas com ADRs. Neste caso, também foram excluídas as observações de empresas com ações listadas apenas no mercado doméstico, para evitar contaminação da amostra.

Para evitar a contaminação da amostra de com empresas que lançaram ADRs durante o período, o seguinte procedimento foi adotado: as cotações no período de todas as ADRs destas empresas foram listadas e foram retiradas todas as observações anteriores a um ano da data da primeira cotação. Este intervalo de um ano foi adotado por dois motivos: (i) para a realização dos cálculos do primeiro período com ADR é necessária saber a variação na conta, logo o dado do período anterior é subtraído na equação; (ii) também é possível que a IPO do ADR seja um incentivo para que a empresa “gerencie” seus resultados contábeis, neste caso, esta ação resulta em reflexos nos dados imediatamente anteriores ao evento, que passam a estar englobados na amostra.

Os dados para os testes foram retirados do banco de dados Economática®. Em setembro de 2007, quando os dados foram coletados, existiam 1527 empresas ações ou ADRs e dados disponíveis em toda a América Latina no período, deste total, após serem aplicados os critérios de exclusão, restaram um total de 819 empresas.

Apesar de semelhantes, as práticas contábeis latino-americanas apresentam algumas diferenças que tiveram que ser contornadas para a realização deste estudo.

A primeira diferença encontrada está no GAAP chilena, das que compõe a amostra, é a única que tem contas separadas para ‘Amortização’ e ‘depreciação’. Neste caso, foi utilizada a soma das duas contas na variável *dep*. Na variável *STD*, utilizou-se a soma das contas ‘Financiamento de curto prazo’, ‘Letras a pagar curto prazo’, ‘Debêntures de curto prazo’ e ‘Financiamentos de longo prazo com parcelas de curto prazo’. Como, por exemplo, a última conta é inexistente em alguns países, ela assumiu valor zero. Já na variável *Cash*, países como o Brasil, México e a Argentina apresentam uma conta agregada, chamada ‘disponibilidades’,

enquanto no caso do Chile, os dados são resultantes da soma das contas ‘caixa’, ‘investimentos de curto prazo’ e ‘duplicatas a receber curto prazo’.

Como os dados utilizados foram os dos balanços contábeis divulgados em dezembro de cada ano, a conta ‘Impostos à pagar Curto Prazo’, varia de país a país de acordo com o período de arrecadação de cada imposto. Neste caso, e exemplo do Chile, a conta é igual a zero. Porém tal característica não influi no resultado, pois na fórmula para chegar as AD's, ela é subtraída, justamente por não ser um componente discricionário.

3.1 Técnicas de Mensuração de ‘gerenciamento’ de resultados contábeis

Foram utilizadas quatro diferentes variáveis para mensurar os níveis destas práticas em cada grupo. Estas medidas são baseadas nas utilizadas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003), e são desenhadas com base na literatura existente a respeito de ‘gerenciamento’ de resultado contábil (HEALY e WALEN, 1999; DECHOW e SKINNER, 2000).

Cada medida é capaz de detectar um tipo de gerenciamento de resultados contábeis. Abaixo são descritas as quatro práticas de ‘gerenciamento’ de resultado contábil e suas respectivas técnicas de mensuração. No caso das três primeiras técnicas de mensuração (EM1, EM2 e EM3), cada medida gera um resultado por empresa. E, no passo seguinte, é realizado um teste estatístico para verificar a hipóteses (teste U de Mann-Whitney).

A quarta medida de mensuração (EM4), é de natureza distinta, de maneira que não foram realizados teste estatísticos, como nos casos anteriores, devido à falta de dados. Porém ela acaba por gerar gráficos que, visualmente, ajudam a compreender o fenômeno e seus valores absolutos podem ser utilizados de forma complementar na análise de resultado.

Suavização da variação dos resultados operacionais reportados utilizando acumulações discricionárias (EM1)

Os gerentes podem ocultar as mudanças nos desempenhos econômicas de suas empresas utilizando, tanto decisões de caráter operacional, quanto escolhas contábeis na elaboração dos relatórios financeiros. Focada nestas escolhas contábeis, a primeira medida de ‘gerenciamento’ de resultado contábil, aqui chamada de EM1, verifica qual a intensidade da suavização, ou seja, da redução da variabilidade dos resultados reportados, realizada com a alteração de componentes contábeis do resultado, chamadas de acumulações discricionárias^{vii} (ADs).

A medida é o desvio padrão da série de resultados operacionais de cada empresa (EBIT), dividido pelo desvio padrão da variação fluxos de caixa oriundos das operações da mesma. Este escalonamento pelos fluxos de caixa ocorre para verificar a variabilidade do desempenho econômico das empresas. Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), valores baixos nesta medida indicam que, *ceteris paribus*, os gerentes utilizaram escolhas contábeis para suavizar os resultados reportados.

O fluxo de caixa oriundo das operações é computado indiretamente subtraindo-se os componentes de acumulações discricionárias dos resultados contábeis, pois a informação direta a respeito dos fluxos de caixa das empresas não é totalmente acessível em diversos casos. Seguindo Dechow e Skinner (2000) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003), computou-se os componentes de acumulações discricionárias dos resultados contábeis como

$$AD_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it}, \dots \quad (1)$$

Onde:

- AD_{it} = *discretionary accruals*, ou seja, as acumulações discricionárias da empresa i no período t ;
- ΔCA_{it} = Variação do ativo circulante entre o período $t-1$ e t da empresa i ;

- $\Delta Cash_{it}$ = Variação das disponibilidades (caixa e equivalentes) entre o período $t-1$ e t da empresa i ;
- ΔCL_{it} = Variação do passivo circulante entre o período $t-1$ e t da empresa i ;
- ΔSTD_{it} = Variação das dívidas de curto prazo entre o período $t-1$ e t da empresa i ;
- ΔTP_{it} = Variação dos impostos e taxas entre o período $t-1$ e t da empresa i ;
- Dep_{it} = Depreciações e Amortizações contabilizadas pela empresa i durante o período t .

e EM1 é definida como:

$$EM1_i = \sigma EBIT_i / \Delta [\Delta (EBIT_{it} - AD_{it})_{it}]_i \dots\dots\dots (2)$$

onde:

- $EM1_i$ = É a primeira medida de mensuração de gerenciamento de resultados contábeis da empresa i ;
- $\sigma EBIT_i$ = é o desvio padrão dos resultado operacional (lucros antes dos juros e impostos) da empresa i ;
- AD_{it} = São o *accruals* da empresa i , no período t ;
- $EBIT_{it}$ = É o resultando operacional da empresa i no período t ;
- $\Delta (EBIT_{it} - AD_{it})_{it}$ = É a variação do fluxo de caixa da empresa i entre os períodos $t-1$ e t ;
- $\sigma [\Delta (EBIT_{it} - AD_{it})_{it}]_i$ = É o desvio padrão das variações do fluxo de caixa da empresa i .

Suavização e a correlação entre as variações as acumulações discricionárias e os fluxos de caixa operacionais (EM2)

Os gerentes também podem utilizar seu poder discricionário para ocultar choques econômicos ao fluxo de caixa operacional. Por exemplo, eles podem acelerar o registro de futuros ganhos ou atrasar o reporte de custos correntes para ‘maquiar’ um fraco desempenho. Quando há um bom resultado, os gerentes também podem optar por reportar um resultado menor que o real, assim criando uma reserva contábil para o futuro. Em ambos os casos as acumulações discricionárias chocam-se com o desempenho do fluxo de caixa, criando uma correlação negativa entre as variações nas acumulações discricionárias e as do fluxo de caixa operacional. Segundo Dechow (1994 *apud*, LEUZ, NANDA e WYSOCKI, 2003), uma correlação negativa é conseqüência natural da utilização de acumulações discricionárias. Entretanto, altas magnitudes desta correlação indicam, *ceteris paribus*, suavizações nos resultados contábeis que não condizem com a verdadeira desempenho da empresa (SKINNER e MAYERS, 1999; *apud* LEUZ, NANDA e WYSOCKI, 2003)^{viii}. Assim a magnitude da correlação entre a variação nas acumulações discricionárias e as variações no fluxo de caixa operacional integra a segunda medida de ‘gerenciamento’ de resultado contábil (EM2). As acumulações discricionárias são calculadas de acordo com a equação (1), formando a equação

$$EM2_i = | cor [AD_i (EBIT_{it} - AD_{it})_i] | \dots\dots\dots (3)$$

onde:

- $EM2_i$ = É a segunda mensuração de gerenciamento de resultados contábeis da empresa i ;
- $| cor [AD_i (EBIT_{it} - AD_{it})_i] |$ = É o modulo da correlação entre o fluxo de caixa operacional e o resultado operacional da empresa i ;
- AD_i = É a série de valores dos *accruals* da empresa i ;

- $(EBIT_{it} - AD_{it})_i$ = É a série dos valores dos fluxos de caixa operacionais da empresa i .

A magnitude das acumulações discricionárias nos relatórios contábeis (EM3)

Outra estratégia que os gerentes podem utilizar, ao contrário da suavização de resultados, é se valer de seu poder decisório sobre os relatórios contábeis para superestimar os resultados reportados da empresa, assim atingindo determinados objetivos, ou mesmo, relatar desempenhos extraordinários em situações específicas, como na véspera da IPO (consultar DECHOW e SKINNER 2000). Deste modo, a terceira medida para mensurar ‘gerenciamento’ de resultado contábil (EM3) é a magnitude das acumulações discricionárias, utilizada como sucedâneo (*proxy*) do poder discricionário, exercido pela gerência, sobre os relatórios contábeis.

Ela é computada como a média do valor absoluto das acumulações discricionárias de cada empresa escalonada pelo valor do fluxo de caixa operacional absoluto, da seguinte forma:

$$EM3_i = \mu |(AD_{it} / EBIT_{it})_i| \dots\dots\dots (4)$$

onde:

- $EM3_i$ = É a medida de magnitude dos *accruals* da empresa i ;
- $\mu |(AD_{it} / EBIT_{it})_i|$ = é a média da série dos módulos da acumulações discricionárias escalonadas pelo lucro operacional da empresa i ;
- AD_{it} = São o *accruals* da empresa i , no período t ;
- $EBIT_{it}$ = É o resultando operacional da empresa i no período t .

O escalonamento controla as diferenças de tamanho e desempenho das empresas. Deve-se destacar que os gerentes podem, ocasionalmente, utilizar as acumulações discricionárias para melhorar o poder de informação dos relatórios contábeis. De fato, a evidência dos EUA sugere que, na média, os gerentes utilizam de suas atribuições discricionárias para melhorar o poder informacional dos relatórios (WATTS e ZIMMERMAN, 1986 *apud* LEUZ, NANDA e WYSOCKI, 2003). Contudo, estes resultados, podem ser conseqüência do maior grau de proteção a investidores minoritários no mercado norte-americano e, talvez, eles não sejam generalizáveis para os países com fraca proteção ao investidos minoritário.

Gerenciamento de resultados para evitar reportar pequenas perdas (EM4)

Degeorge *et al.* (1999), Burgstahtaler e Dichev (1997) apresentam evidencias de que os gerentes norte-americanos utilizam de acumulações discricionárias para evitar reportar pequenas perdas. Martinez (2001), também apresenta indícios de que a mesma prática ocorre nas companhias de capital aberto brasileiras. Uma explicação para o fato pode ser devido ao poder discricionário limitado da gerência sobre os relatórios contábeis, impossibilitando-os de reverterem grandes perdas. Assim, os gerentes somente podem evitar reportar as perdas, em que a capacidade de reversão para pequenos lucros esteja dentro de seu poder discricionário. A partir disto, seguindo a metodologia de Burgstahtaler e Dichev (1997) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003), apresenta-se a quarta medida para níveis da prática de gerenciamento de resultados contábeis, pois, em cada grupo, a diferença entre a taxa de pequenos ganhos reportados e a de pequenas perdas reflete qual é o grau de discricionário de que cada corpo gerencial é dotado.

Neste estudo, o lucro líquido das empresas foi escalonado pelo ativo total. Este procedimento foi tomado seguindo sistema adotado por Martinez (2001), pois a amostra utilizada é semelhante adotada pelo mesmo. Tal medida diferencia o estudo do procedimento mais freqüente na literatura internacional, que utiliza o valor de mercado das firmas. Na

ocasião, o autor argumentou que tal artifício foi utilizado, pois o valor de mercado médio das empresas de sua amostra ser muito inferior a seus ativos.

Como é controverso, na literatura a respeito do tema, em que ponto um lucro deixa de ser considerado pequeno e passa a ser considerado grande, optou-se por utilizar apenas os números com magnitude inferior a 0,5%. Para tanto, utilizou-se percentis de 0,1%. Assim foi captada a frequência de lucros em cada percentil e a técnica foi aplicada em todos subgrupos. Com os resultados, gráficos foram montados para formar a curva de distribuição. Teoricamente, ao redor de zeros estes devem apresentar uma configuração semelhante a normal e, quanto mais discrepante, maior seria o gerenciamento dos resultados contábeis.

Para fins de comparação, no grupo de controle foi realizada a divisão entre percentis equidistantes de zero e, em seguida, esta proporção foi subtraída da mesma proporção do grupo experimental. O pressuposto lançado por Burgstahtaler e Dichev (1997) diz que, caso não houvesse a prática de EM, a distribuição probabilística dos lucros é a mesma ao redor de zero, e que, quanto maior o poder discricionário, maior será a diferença na distribuição. A partir disto, pode-se afirmar que: (i) se os gerentes dos dois grupos tem o mesmo poder discricionário, esta subtração teria resultado igual a zero; (ii) se os gerentes do grupo de experimental tivessem seu poder discricionário diminuído pelo novo esquema de incentivos, a operação resultaria um número positivo; e (iii) que caso o fenômeno contrário ocorra, o valor desta operação seria negativo.

Para ilustração, suponha dois grupos (I e II), considerando apenas um período, o grupo I apresenta cinco empresas com prejuízos até -5% (percentil) e oito empresas com ganhos até 5%. E o grupo II apresenta, respectivamente 30 e 15 empresas.

O resultado da divisão entre os números de lucros equidistantes forma a proporção de pequenos lucros para pequenos prejuízos. Assim a proporção do grupo I seria 0,625 e do grupo II seria 2. Percebe-se que onde há mais prejuízos que ganhos a proporção será maior que um e vice-versa.

A subtração das proporções tem como função comparar as duas distribuições, no exemplo, o resultado seria -1,375, note que, pela porção entre pequenos lucros e prejuízos, o resultado é negativo.

É importante ressaltar que a variável EM4, ao contrário das demais medidas, considera todos os níveis de ADR.

3.2 Testes Estatísticos

No decorrer do estudo, durante a fase de coleta de dados, se percebeu que, ao contrário do pressuposto no teste t , a distribuição amostra poderia não ser normal. Além disto, foi constatado que na amostra existiam muitos *outliers* significativos. Visto que os resultados encontrados até então eram insuficientes, optou-se por utilizar ao trabalho um teste não-paramétrico, com o intuito de tornar os resultados mais robustos.

O tratamento da amostra quanto a *outliers* é um tema controverso na literatura, enquanto alguns autores defendem que o não tratamento pode ocultar a verdadeira tendência central da amostra, outros argumentam que os *outliers* fazem parte da amostra e, portanto, sua retirada tornaria o resultado inverossímil. Outro ponto polemico é o método utilizado para definir um *outlier*, pois caso o método de distancia da tendência central da amostra for utilizado, os próprios *outliers* passam a influenciar seus critérios de exclusão. Castellan e Siegel (2006) demonstram que o teste U de Mann-Whitney é realizado através de um escore elaborado partindo da posição do valor algébrico na amostra, criando uma espécie de ranking para os valores. Assim, a influência dos *outliers* não é considerada sem, no entanto, retirá-los da amostra.

Castellan e Siegel (2006) ainda enumeram as vantagens da aplicação de testes não paramétricos: (i) caso o tamanho da amostra seja muito pequeno, pode não haver a opção da

utilização de um teste paramétrico (como o t), a não ser que a natureza da distribuição amostral seja exatamente conhecida; (ii) testes não paramétrico fazem menos suposições sobre dados e podem ser mais relevantes em situações em particular, além de que hipóteses testadas por esse meio podem ser mais apropriadas para investigações de pesquisas; (iii) podem ser utilizados para dados utilizados em postos; e, (iv) testes não-paramétricos são, geralmente, mais fáceis a prender e aplicar do que testes paramétricos e, geralmente, tem uma interpretação mais direta.

Ainda de acordo com os autores, o teste U de Mann-Whitney é uns dos testes não paramétricos mais poderosos, sendo uma alternativa muito útil para o teste paramétrico t quando o pesquisador deseja evitar as suposições do teste paramétrico t ou quando a mensuração da pesquisa é mais fraca do que a dada em escala intercalar. Basicamente, o teste U de Mann-Whitney verifica uma hipótese direcional, no caso do estudo, verifica se o grupo das empresas que tem ADR apresenta estocasticamente menores níveis de EM que as empresas com ações apenas no mercado doméstico.

4. Apresentação e Análise dos dados

Na tabela 1, que segue, apresenta as medidas absolutas de gerenciamento de resultados contábeis e apresenta a significância encontrada nos testes de diferença de médias para as três primeiras mensurações.

Tabela 1: Valores absolutos das médias de EM e significâncias de diferenças de média

		AL	ARG	BRA	CHI	MEX
Soma dos ranks						
EM1 (-)	Doméstico	408,5600	37,4063	206,3456	91,2485	73,3739
	ADR	389,0800	44,3333	201,4483	103,3684	60,5000
EM2 (-)	Doméstico	399,1584	36,6719	202,5707	88,9758	72,5478
	ADR	468,4767	48,2500	251,1724	119,7222	64,1538
EM3 (+)	Doméstico	422,2424	40,5469	213,5550	93,7758	75,5217
	ADR	273,6046	27,5833	106,4828	81,4211	51,0000
Teste U de Mann-Whitney (Estatística z)						
EM1		-0,7280	-0,9972	-0,2140	-0,9393	-1,4514
EM2		-2,5915**	-1,6667*	-2,1241**	-2,3383**	-0,9463
EM3		-5,5569***	-1,8661*	-4,6796***	-0,9575	-2,7645***

Fonte: Elaborado pelo autor.

Obs: Os valores expressos são as médias aritméticas de cada subgrupo amostral. A tabela apresenta o nível de significância do teste U de Mann-whitney para as diferenças entre os grupos experimental e de controle, sendo os símbolos *, ** e *** significativos a 10%, 5% e 1%, respectivamente. O sinal positivo ou negativo, na primeira coluna à direita do nome da medida de gerenciamento de resultados, indica que altos escores estão relacionados a mais (+) ou menos (-) gerenciamento de resultados.

Nota-se que, no que se refere a EM1, nenhum dos países apresentou diferença significativa (captada pelo teste U de Mann-Whitney) entre as empresas com ADR negociadas nos EUA e as do mercado doméstico.

Por outro lado, os testes da medida EM2 apresentaram evidências significativas de que as empresas que negociam ações no mercado doméstico tendem a suavizar mais os resultados do que seus pares que emitiram ADR. O teste apresentou significância ao nível de 5% para a

América Latina, Brasil e Chile, apresentando significância a 10% para a Argentina, e somente no caso do México é que não houve significância.

O resultado mais contundente foi na variável EM3, que apresentou diferença entre os grupos experimental e de controle a um nível de significância muito inferior a 1% para o conjunto da América Latina, bem como para Brasil e México. A Argentina apresentou diferença a um nível de 5%, e, somente no Chile o teste não apontou diferença significativa. Os indícios de utilização maior de *accruals* discricionários pelas empresas que não possuem ADR's negociados era esperada *a priori* neste trabalho. Analisando os países de maneira separada, é perceptível que o país que mais influenciou os resultados da América Latina foi o Brasil, já que o país é responsável por aproximadamente metade das observações.

Apresentação e análise de resultados de EM4

Devido à sua natureza distinta, EM4 é melhor compreendida de abordada separadamente. A tabela 4 apresenta as proporções entre pequenos lucros e pequenos prejuízos ocorridos na amostra. Confirmando o esperado na teoria, na qual a medida foi baseada, foram encontrados proporções iguais ou inferiores a 1 com exceção de um único caso (Dom 0,25%, CHI) em todos os outros grupos e percentis.

Tabela 4: EM4: Proporção entre pequenos ganhos e pequenos prejuízos e diferença entre grupos.

		AL	ARG	BRA	CHI	MEX
Proporção entre frequências de pequenos lucros e pequenos prejuízo						
EM4	Dom (0,25%)	0,697	0,32	0,709	1,125	0,579
	ADR (0,25%)	0,583	1	0,75	0,667	0,5
	Dom (0,50%)	0,643	0,441	0,652	1	0,4
	ADR (0,50%)	0,462	0,5	0,571	0,5	0,286
Diferença entre a proporção de pequenos lucros						
EM4	(-0,25%)	-0,113	0,68	0,041	-0,458	-0,079
	(-0,5%)	-0,182	0,059	-0,081	-0,5	-0,114

Fonte: Elaborado pelo autor.

Obs: Os valores da proporção entre frequência são o resultado da divisão do número de pequenos prejuízos de cada grupo pelo número de pequenos lucros, dentro de determinada magnitude (percentil). E a diferença é computada como sendo o valor da proporção do grupo experimental (ADR), subtraído da proporção do grupo de controle (Dom).

Isto significa que, corroborando Burgstahler e Dichev (1997), os indícios indicam que existe um gerenciamento de resultados contábeis para evitar pequenas perdas na América Latina, pois a proporção de pequenos ganhos é superior a de pequenos prejuízos em todos os percentis testados.

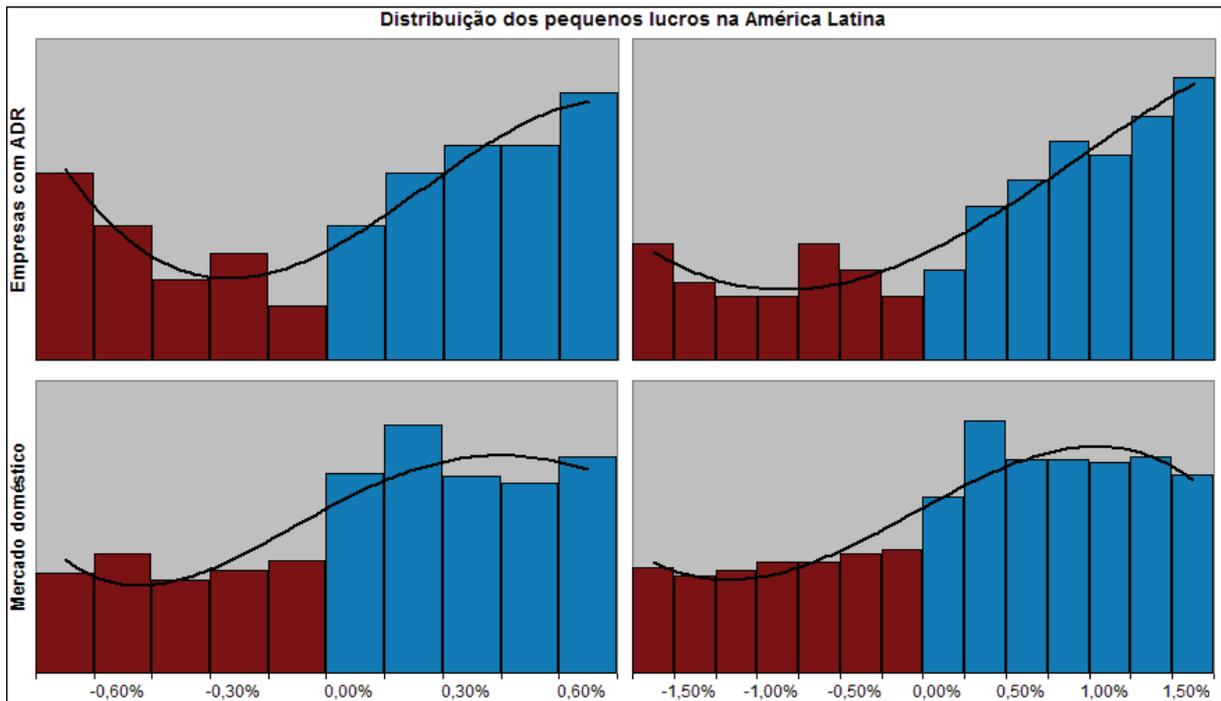


Figura 3: Distribuição de Frequências de pequenos lucros na América latina com percentil de 0,10% e 0,25%, respectivamente.

No gráfico acima, quando os dados são distribuídos em percentis de 0,10%, as empresas que não possuem ADR's no mercado claramente formam dois patamares, um menor, de lucros negativos e outro maior, com os lucros positivos. Já as empresas que possuem ADR's não formam estes dois patamares, mas, claramente, sua curva de tendência possui um desnível mais acentuado.

Para esta figura duas interpretações são possíveis: (i) a curva mais acentuada das empresas com ADR's sugere que essas empresas “gerenciariam” seus resultados com maior intensidade para evitar pequenas perdas. Esta interpretação também é complementada pelos dados da tabela 4. A diferença entre de ambos os percentis é negativa, o que indica maior gerenciamento das empresas do grupo experimental; Porém há uma interpretação alternativa, (ii) como é marcante a diferença entre patamares de pequenos ganhos e pequenos prejuízos na distribuição de empresas do grupo de controle. Pode-se alegar, seguindo a teoria, que estas empresas têm maior poder de discricionariedade e, por isso, podem reverter perdas maiores em ganhos, agindo num espectro maior. Assim a curva acentuada não apareceria em uma magnitude tão pequena de lucros, onde apenas ficou exposto um “degrau” entre -0,01% e 0%.

Para verificar tal possibilidade, foi elaborado o mesmo gráfico também utilizando lucros com magnitudes maiores, com percentis de 0,25%. Neste, também é marcante a maior acentuação da curva de tendência das empresas que do grupo experimental. Assim, a primeira interpretação da figura 3 acaba ganhando força. Para a América latina, a distribuição de pequenos lucros sugere um maior gerenciamento de resultados para empresas que possuem ADR's no mercado.

Entretanto, não se pode fazer afirmações, dado que não houve testes estatísticos para esta medida, que teve sua análise prejudicada pela ausência de observações suficientes em cada subgrupo.

5. Considerações Finais

Os resultados apresentados pelo presente estudo contribuem para a compreensão do fenômeno de gerenciamento de resultados contábeis na América Latina, tendo a somar à literatura já existente sobre o tema.

Acredita-se haver atingido o objetivo principal de testar, na América Latina, se as empresas que emitem ADR gerenciam menos os resultados do que seus pares que negociam ações apenas nos mercados domésticos.

A utilização de um teste não-paramétrico tornou o resultado mais confiável e, após aplicados os testes, de modo geral, os resultados sugerem que o novo esquema de incentivos, aos quais os gestores de empresas latino-americanas que passam a ter ADR's são submetidos, tem impacto positivo sobre os níveis de gerenciamento de resultados contábeis.

Verificando as evidências achadas com mais cuidado, pode-se encontrar outras questões a respeito do tema. Novas pesquisas podem ser direcionadas para aumentar a compreensão entre as diferenças regionais e seus diversos níveis de desenvolvimento institucional.

Um ponto surpreendente levantado no estudo relaciona-se os indícios visuais de que empresas que possuem ADR's tendem a, em maior grau, evitar a sinalização negativa para o mercado, convertendo pequenos prejuízos em pequenos ganhos. Apesar de não haver evidências estatísticas, este indício demanda maiores investigações.

Como citado no próprio trabalho, a governança corporativa está em evolução no continente, o mercado de capitais vem crescendo e ganhando importância e há uma demanda por instituições mais confiáveis, normas mais estáveis e, em última instância, uma distribuição de riqueza mais justa e produtiva, o que beneficia toda a sociedade. Esta literatura, e todo o conhecimento prático a respeito do tema, é uma das fontes norteadoras das instituições reguladoras do mercado e, assim, este estudo soma-se aos demais que ajudam a compreender o fenômeno no contexto da economia e cultura da América Latina, iniciativa esta que é muito recente já que surgiu no início da década.

Referências

ALMEIDA, José E. F. de; AQUINO, André C. B. de; CARDOSO, Ricardo Lopes; NEVES, Antonio J. B. das. *Acumulações discricionárias, liquidez e governança corporativa divulgada no Brasil*. Salvador: EnANPAD, 2006.

ANDERSON, Davis R.; SWEENEY, Dennis J.; WILLIAMS, Thomas A.. *Estatística aplicada à administração e economia*. São Paulo: Pioneira, 2002.

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. *Governança corporativa – Fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2004.

BALL, R.; A., Robin; WU, J.. Incentives versus standards: Properties of accounting income in four east asian countries. *Journal of Financial Economics* 51, 2003. p. 45-84.

BOVESPA (Bolsa de Valores do Estado de São Paulo). Apresenta informações sobre o mercado de capitais brasileiro. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 27 out. 2006.

BUGSTAHLER, D.; DICHEV, I. Earnings Management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 1997, p. 99-129

COMISKEY, Eugene E.; MULFORD, Charles W.. *Creative cash flow reporting uncovering sustainable financial performance*. Hobokem: John Willey & Son, 2005. p. 57-89.

CASTELLAN, John Jr.; SIEGEL, Sidney. *Estatística não paramétrica para ciências do comportamento*. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DECHOW, Patrícia M., SKINNER, D. Earnings Management: reconciling the view of Accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons* 14, p. 235-250.

FORMIGONI, Henrique; PAULO, Edílson; PEREIRA, Carlos Alberto. *Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras*. 1º Encontro Nacional da ANPCONT. Gramado: 2007.

GIL, Antonio Carlos. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1995.

GIL, Antonio Carlos. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1996.

HEALY, Paul M. Healy; WAHLEN, James M.. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13, 1999. p.365-383.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

LIMA, João Batista Nast de. *Governança corporativa e precificação de capitais brasileiros: evidências empíricas dos efeitos das divulgações contábeis*. São Leopoldo: Universidade do Vale dos Rio dos Sinos, 2004.

LEUZ, Cristian Leuz; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Accounting Economics*. Elsevier, 2003. p. 505-527.

LOPES, Alexandre; GALDI, Fernando Caio; TUKAMOTO, Yhurika. *Earnings Management and Cross Listing in Brasil*. São Paulo: 2003

MARTINEZ, Antonio Lopo. *gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empirico das companhias abertas brasileiras*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2001.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. *Projetos de estágio do curso de Administração: guia para pesquisas, projetos, estágios e trabalho de conclusão de curso*. São Paulo: Atlas, 1996.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia. *Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Atlas, 2005.

STEVENSON, William J.. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harbra, 1986

ⁱ Órgão norte-americano equivalente a Comissão de Valores Mobiliários brasileira (CVM).

ⁱⁱ Tradução livre do autor

ⁱⁱⁱ Pode-se citar, como exemplo, Healy & Wahlen (1998) e Dechow & Skinner (2000).

^{iv} Segundo abordagem de Berglöf (ANDRADE e ROSSETI, 2004)

^v Bolsa de Valores de Nova Iorque.

^{vi} Neste estudo foram consideradas as ADR's nível 2 e 3. Foram excluídas as ADR's nível 1 pelo fato de estas serem negociadas no mercado de balcão, não obrigando as empresas a uma série de regulações, inclusive o seguimento do US GAAP. Somente no caso da medida de gerenciamento EM4 é que foram consideradas as ADR's de nível 1.

^{vii} Acumulações discricionárias é a tradução mais freqüente utilizada na literatura brasileira para identificar a expressão *accruals*, palavra utilizada nas obras originais as quais este trabalho se refere.

^{viii} Como os sistemas contábeis não costumam reagir totalmente a choques econômicos, os gerentes podem utilizar as acumulações discricionárias para sinalizar o desempenho da empresa para o mercado, induzindo correlações levemente negativas (ou, em casos específicos, até levemente positivas).