

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**JUAN MANUEL REY**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS BASEADO EM ESCOLHAS  
CONTÁBEIS E POR DECISÕES OPERACIONAIS:** estudo do impacto  
da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs

**VITÓRIA  
2011**

**JUAN MANUEL REY**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS BASEADO EM ESCOLHAS  
CONTÁBEIS E POR DECISÕES OPERACIONAIS:** estudo do impacto  
da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa

**VITÓRIA  
2011**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pelo Setor de Processamento Técnico da Biblioteca da FUCAPE

Rey, Juan Manuel.

Gerenciamento de resultados baseado em escolhas contábeis e por decisões operacionais: estudo do impacto da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs. / Juan Manuel Rey. Vitória: FUCAPE, 2011.

70p.

Dissertação – Mestrado.

Inclui bibliografia.

1. Gerenciamento de resultados 2. ADR – American depositary receipt 3. Lei Sarbanes-Oxley I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD – 657

**JUAN MANUEL REY**

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS BASEADO EM ESCOLHAS  
CONTÁBEIS E POR DECISÕES OPERACIONAIS:** estudo do impacto  
da Lei Sarbanes-Oxley em empresas brasileiras emissoras de ADRs

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração Finanças e Mercado Financeiro.

Aprovada em 12 de dezembro de 2011.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

**Prof. Orientador Dr. FÁBIO MORAES DA COSTA  
(FUCAPE-ES)**

**Prof. Dr. CRISTIANO M. COSTA  
(FUCAPE-ES)**

**Prof. Dr. JOSÉ ELIAS FERES DE ALMEIDA  
(UFES)**

-Dedico este trabalho ao meu  
filho Lucca e ao meu pai  
Alberto Adrián Rey (*in*  
*memoriam*)-

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus.

Sou imensamente grato ao Prof. Dr. Fábio Moraes da Costa pela orientação sempre segura, por todos os ensinamentos, pela paciência e pela confiança em mim depositada.

Aos Professores Dr. Fernando Caio e Dr. Bruno Funchal pela colaboração e pelas valiosas sugestões. Aos demais Professores da FUCAPE pela dedicação e por todo o conhecimento compartilhado.

Aos todos os demais funcionários da FUCAPE pelo profissionalismo e a atenção dispensada.

Aos companheiros de turma, pela convivência e pela ajuda. Em especial a Leonardo Lima Bortolini, Márcia Cristina Maciel, Mônica Fernanda S. Porto Pires e Renan Barros Littig pela amizade e por todos os momentos vividos nesta empreitada.

Aos meus pais Alberto Adrián Rey (*in memoriam*) e María Ester Menzica de Rey, pelo carinho, amor e por todos os ensinamentos que me permitiram chegar até aqui. Los quiero y extraño mucho!

À minha avó Maria, por la sabiduría transmitida durante toda la vida y por ser la mejor abuela del mundo!

Ao meu irmão Dr Nicolás Adrián Rey. Nico: siempre fuiste mi ángel de la guardia, un verdadero ejemplo de vida. Gracias por todas las contribuciones, revisiones, incentivos y lecciones de vida. Te queiro muchisimo!

À Lore pela companhia durante este período, por ter compreendido minha ausência, por todo o carinho, amor e paciência. Te amo muito!

Ao meu filhão, Lucca, por ser o grande inspirador da minha vida.

Aos colegas e amigos da Petrobras pela paciência e pela ajuda direta e indireta durante todo este período.

## RESUMO

Este estudo avaliou o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no gerenciamento de resultados, tanto mediante decisões operacionais quanto por escolhas contábeis, das empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs). Neste sentido, buscou-se encontrar evidências de que o aumento do rigor da legislação contábil, imposto pela Lei SOX, teria levado as empresas brasileiras emissoras de ADRs a alterarem suas práticas de gerenciamento de resultados, passando a utilizar decisões operacionais como substitutas para o gerenciamento por escolhas contábeis. Este estudo foi desenvolvido em duas etapas. Na primeira, foram estimados os níveis de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais. Na segunda etapa, as métricas de gerenciamento obtidas na etapa inicial foram utilizadas para analisar o efeito da Lei SOX nas diferentes práticas de manipulação da informação contábil nas empresas brasileiras, em particular, naquelas que possuíam ADRs. A avaliação considerou a implantação da Lei SOX para empresas estrangeiras em duas fases. A primeira compreende o período de 2002 a 2005. Já, a segunda abrange o período iniciado em 2006, buscando captar o efeito da adesão à seção 404. Os resultados obtidos não permitem afirmar que a implantação da Lei SOX tenha impactado na estratégia de gerenciamento das empresas brasileiras detentoras de ADRs. Adicionalmente, observou-se que as empresas da amostra de uma forma geral utilizam o gerenciamento mediante escolhas contábeis e o gerenciamento baseado em decisões operacionais sobre o fluxo de caixa e sobre os custos de produção de maneira complementar.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados. Lei Sarbanes-Oxley (SOX). *American Depositary Receipt* (ADR). Decisões operacionais.

## **ABSTRACT**

This study evaluated the impact of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) on the earnings management strategies of Brazilian companies that have issued American Depositary Receipts (ADRs). Concerning this matter, we tried to find evidence that increasing the accuracy of the accounting, imposed by SOX, led Brazilian companies that have issued ADRs to switch from accrual-based to real earnings management methods. This study was conducted in two stages. At first, we estimated the level of real and accrual-based earnings management. In the second step, these metrics were used to analyze the effect of SOX on the different practices of manipulation of accounting information on Brazilian companies, in particular, those which issuing ADRs. The evaluation considered the implementation of SOX for foreign companies in two phases. The first includes the period from 2002 to 2005. The second evaluates the period beginning in 2006, trying to capture the effect of section 404. The results did not allow us to state that the implementation of SOX has had an impact on the management strategy of Brazilian companies issuing ADRs. We also document that, as a rule, firms use the accrual-based and the real earnings management in a complementary way.

**Keywords:** Accrual-based earnings management, Sarbanes-Oxley Act (SOX), Cross-Listing in the United States, Real earnings management.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Companhias ativas por setor em julho de 2011 – Brasil.....	32
Tabela 2: Acumulações totais .....	43
Tabela 3: Níveis normais para as métricas de gerenciamento por decisões operacionais. ....	45
Tabela 4: Estatística descritivas. ....	46
Tabela 5: Correlação entre as variáveis. ....	47
Tabela 6: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por escolhas contábeis. ....	49
Tabela 7: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por decisões operacionais.....	52
Tabela 8: Amostra Alternativa - Acumulações totais. ....	56
Tabela 9: Amostra Alternativa - Níveis normais para as métricas de gerenciamento por decisões operacionais.....	57
Tabela 10: Amostra alternativa: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por escolhas contábeis .....	59
Tabela 11: Amostra alternativa: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por decisões operacionais... ..	61

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Dimensões do Gerenciamento de Resultados .....	18
Quadro 2: Desvantagens e Vantagens da utilização de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e decisões operacionais .....	20
Quadro 3: Principais características das classes de ADRs .....	24
Quadro 4: Capítulos da Lei Sarbanes-Oxley (2002).....	27
Quadro 5: Acumulações discricionárias em valores absolutos - Resumo das relações.....	53
Quadro 6: Decisões operacionais - Resumo das relações.....	54

## LISTA DE SIGLAS

ADR – *American Depositary Receipt*.

BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

KS – Kang e Silvaramakrishnan (Modelo de Gerenciamento)

NYSE - *New York Stock Exchange*

PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SOX – Lei Sarbanes-Oxley (2002)

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO .....	17
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS .....	17
2.2 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS – ADRs .....	22
2.2.1 Tipos de ADRs .....	23
2.2.2 Estudos de ADRs no Brasil .....	24
2.3 LEI SARBANES-OXLEY (SOX) .....	26
3 METODOLOGIA.....	29
3.1 BASE DE DADOS E PERÍODO AMOSTRAL.....	29
3.2 CRITÉRIOS DE AMOSTRAGEM .....	30
3.3 ESTRATÉGIA DE PESQUISA .....	31
3.3.1 Primeira etapa.....	31
3.3.1.1 Estimando gerenciamento de resultados por escolhas contábeis .....	33
3.3.1.2 Estimando gerenciamento de resultados por decisões operacionais .....	35
3.3.1.2.1 Níveis anormais de custos de produção (RPROD).....	36
3.3.1.2.2 Níveis anormais de fluxo de caixa operacional (RFCO) .....	37
3.3.1.2.3 Níveis anormais de despesas de vendas, gerais e administrativas (RSGA) .....	38
3.3.2 Segunda etapa.....	39
3.3.2.1 Modelo Proposto.....	39
4 RESULTADOS .....	43
5 ANÁLISE ALTERNATIVA.....	55
6 CONCLUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS .....	66

## Capítulo 1

### INTRODUÇÃO

A informação contábil, pela sua capacidade de demonstrar o desempenho econômico-financeiro das empresas, auxilia os diversos *stakeholders* no processo de tomada de decisão e influencia a maneira como os investidores alocam seus recursos no mercado de capitais (BALL E BROWN, 1968; KOTHARI, 2001; NARDI et al., 2008; NICHOLS E WAHLEN, 2004; SOUZA E SILVA E GALDI, 2008).

Devido a sua importância para a economia dos países, tal informação é baseada em princípios contábeis legalmente previstos. Contudo, conforme Nardi et al. (2008), a legislação que rege tais princípios permite que os gestores das empresas exerçam discricionariedade ao optarem por tipos de práticas e escolhas contábeis.

Quando os gestores utilizam essa discricionariedade para influenciar os resultados contábeis com o objetivo de atender interesses particulares, surge a prática conhecida como gerenciamento de resultados, ou *earnings management*, na literatura internacional (HEALY E WAHLEN, 1999; RODRIGUES, 2008).

Martinez (2001, p. 12) define gerenciamento de resultados como:

Alteração proposital de resultados contábeis, visando alcançar, atender motivação particular. A gestão 'maneja' artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente do negócio.

E ainda esclarece que esta prática não decorre apenas da manipulação formal das contas de resultado. Em certos casos, o gerenciamento pode derivar de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa. Esta

manipulação das atividades reais recebe o nome de gerenciamento de resultados por decisões operacionais (MARTINEZ, 2001).

Em suma, o gerenciamento de resultados pode decorrer (i) de escolhas contábeis ou (ii) da manipulação de atividades reais da empresa.

Dechow e Skinner (2000) esclarecem a distinção entre gerenciamento da informação contábil e contabilidade fraudulenta. Enquanto no primeiro caso a manipulação das informações ocorre no âmbito das normas e práticas contábeis aceitas, a fraude é uma manipulação que viola as normas e princípios contábeis e configura uma prática inaceitável.

Exemplo disto aconteceu em 2002, quando práticas fraudulentas nas empresas americanas Enron e WorldCom foram amplamente divulgadas pela imprensa em todo o mundo e reduziram a confiança dos investidores nos relatórios contábeis (MENDONÇA et al., 2008). O governo americano respondeu sancionando a Lei Sarbanes-Oxley (SOX), que surgiu com o propósito de proteger os investidores e recuperar a credibilidade da informação contábil, aumentando o nível de governança corporativa (MENDONÇA et al., 2008).

As características do ambiente legal e os aspectos institucionais influenciam diretamente os níveis de governança corporativa, de gerenciamento de resultados e a qualidade das informações contábeis. Países com regulamentação rigorosa e forte presença institucional, a exemplo dos EUA, normalmente possuem maior índice de governança corporativa e menor índice de manipulação contábil de resultados (CARDOSO E MARTINEZ, 2006; LEUZ, NANDA E WYSOCKI, 2003; LOPES E TUKAMOTO, 2007; MENDONÇA et al., 2008; SANDRIN E SOARES, 2008).

Neste sentido, analisando as diferenças sistemáticas de gerenciamento de resultados em 31 países, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) evidenciaram empiricamente a existência de uma relação inversa entre os níveis de governança corporativa e os níveis da prática de gerenciamento de resultados.

Sandrin e Soares (2008) concluíram que empresas detentoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) utilizam-se de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis em menor grau do que seus pares que negociam ações apenas nos mercados domésticos. Os autores obtiveram estes resultados examinando uma amostra de empresas da América Latina que recorreram ao mercado de capitais dos EUA para captar recursos via ADRs, e que para isto deveram se submeter aos padrões contábeis dos EUA (US GAAP) e a um perfil de investidor mais exigente.

Por outro lado, Zang (2007) evidenciou que mudanças no rigor da legislação contábil não implicam necessariamente na redução do gerenciamento de resultados, mas sim na modificação da estratégia de gerenciamento, com os gestores utilizando manipulação das acumulações discricionárias e manipulação das decisões operacionais como substitutas para gerenciar resultados.

Diante das evidências das pesquisas citadas anteriormente e considerando que:

- (i) As empresas brasileiras detentoras de ADRs do Nível 2 e 3 devem seguir um modelo de apresentação contábil mais rigoroso, US-GAAP;
- (ii) A promulgação da Lei SOX (2002) aumentou o rigor e a precisão das informações contábeis;
- (iii) Este aumento provavelmente dificulta o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis;

- (iv) Pesquisas anteriores corroboram uma redução nas práticas de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis após a Lei SOX (COHEN, DEY E LYS, 2008; GRAHAM, HARVEY E RAJGOPAL, 2005).

O presente estudo buscou verificar se houve uma mudança na estratégia de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras detentoras de ADRs do Nível 2 e 3 após a implantação da Lei SOX, passando a utilizar decisões operacionais em detrimento ao gerenciamento por escolhas contábeis. Assim, visou-se responder a seguinte questão de pesquisa: Qual o impacto da implantação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras emissoras de ADRs?

Para responder a questão acima, este trabalho buscou:

- a. Estimar o nível de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e mediante decisões operacionais nas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), durante o período de 1997 a 2009;
- b. Analisar as relações existentes entre gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e mediante decisões operacionais;
- c. Avaliar o impacto da implantação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras detentoras de ADRs do Nível 2 e 3.

O presente trabalho contribui com a literatura acadêmica sobre gerenciamento de resultados pois, apesar do intenso volume de pesquisas internacionais e nacionais que abordam o gerenciamento de resultados por escolhas

contábeis, o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais é um tema ainda pouco explorado na literatura internacional e, em menor grau ainda, pela literatura brasileira (CARDOSO E MARTINEZ, 2006; MARTINEZ, 2001 e 2009).

Os estudos publicados até o momento no Brasil, com exceção aos trabalhos de Cardoso e Martinez (2006) e Martinez (2009), trataram apenas da manipulação das contas de resultados para mensurar o gerenciamento, com o que poderia estar omitindo-se aquela parte do resultado gerenciada por decisões operacionais.

Nessa linha, procura-se conhecer a relação existente entre estas duas práticas de gerenciamento e entender o impacto da legislação contábil, utilizando a Lei Sarbanes Oxley como *proxy*, na estratégia de gerenciamento de resultados como um todo. Verificando, assim, se o aumento no rigor da legislação reduz o gerenciamento de resultados ou apenas modifica a forma como esta prática é conduzida, com as empresas utilizando as decisões operacionais como substitutas para o gerenciamento por escolhas contábeis.

## Capítulo 2

### REFERENCIAL TEÓRICO

#### 1.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Schipper (1989, p. 92) define gerenciamento de resultados como “[...] uma intervenção proposital no processo de elaboração das informações financeiras externas, no intuito de obter alguma vantagem particular [...]” (tradução do autor).

Healy e Wahlen (1999, p. 368-369) explicam que o gerenciamento de resultados acontece quando os gestores utilizam do julgamento para enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho econômico da companhia. E esclarecem ainda que há diversas práticas que permitem aos gerentes utilizar-se da discricionariedade para alterar as informações econômico-financeiras da empresa:

- a. Estimar eventos econômicos futuros como expectativa de vida e valor residual de bens com uma longa vida útil e cálculo da provisão de devedores duvidosos;
- b. Escolher entre as práticas contábeis aceitas para retratar uma transação econômica;
- c. Tomar decisões sobre o capital de giro (ex.: nível de estoque e políticas de recebíveis) que afetam a alocação de custos e as receitas líquidas;
- d. Antecipar ou postergar despesas, como de pesquisa e desenvolvimento, publicidade, treinamentos e outras.

Dessa forma, o gerenciamento das informações contábeis pode ser obtido mediante escolhas contábeis, decisões operacionais ou por uma estratégia conjunta destas práticas (COHEN, DEY E LYS, 2008; GRAHAM, HARVEY E RAJGOPAL, 2005; CARDOSO E MARTINEZ; ROYCHOWDHURY, 2006).

O Quadro 1 elucida estas duas práticas de gerenciamento de resultados e apresenta exemplos de sua aplicação no cotidiano das empresas.

<b>GERENCIAMENTO DE RESULTADOS</b>		
	<b>MEDIANTE ESCOLHAS CONTÁBEIS</b>	<b>MEDIANTE DECISÕES OPERACIONAIS</b>
<b>GESTOR</b>	Utiliza-se da assimetria de informações e da flexibilidade da legislação para alterar os valores contábeis reportados.	Manipula as atividades reais com o intuito de apresentar informações contábeis mais satisfatórias.
<b>EXEMPLOS DE PRÁTICAS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Reconhecimento muito elevado de provisões;</li> <li>➤ Aceleração das despesas de depreciação;</li> <li>➤ Reconhecimento das receitas apenas quando da cobrança;</li> <li>➤ Evitar ou reduzir reconhecimento de provisões;</li> <li>➤ Reduzir as cotas de amortização e depreciação;</li> <li>➤ Reconhecimento das receitas durante a produção.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Retardar vendas;</li> <li>➤ Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&amp;D;</li> <li>➤ Aumentar despesas de natureza não-operacional (Banquetes, bingos, doações);</li> <li>➤ Antecipar ou acelerar vendas;</li> <li>➤ Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda e publicidade, treinamento ou P&amp;D;</li> <li>➤ Aumentar receitas não-operacionais pela venda de Ativos da empresa.</li> </ul>

Quadro 1: Dimensões do Gerenciamento de Resultados

Fonte: Martinez (2001) e Formigoni, Paulo e Pereira (2007).

Nota: Adaptado pelo autor.

A grande maioria das pesquisas empíricas sobre gerenciamento por escolhas contábeis procura mensurar, por meio de modelos estatísticos, a parcela das acumulações, ou *accruals*, que foram manipuladas pelos gestores, chamadas de acumulações discricionárias (CARDOSO E MARTINEZ, 2006; PAULO E MARTINS, 2008).

Martinez (2001) explica que as acumulações representam a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido. Assim, seriam as contas de resultado que

entraram no cálculo do lucro, mas que não implicam necessariamente em movimentação do caixa da empresa.

Em relação aos modelos estatísticos utilizados nas pesquisas empíricas para estimar as acumulações discricionárias, Paulo e Martins (2008, p. 2) citam: (i) modelo Jones, desenvolvido por Jones (1991); (ii) modelo Jones Modificado, adaptado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995); e (iii) modelo KS, desenvolvido por Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Por outro lado, o segundo tipo de gerenciamento de resultados, por decisões operacionais, é definido por Roychowdhury (2006, p. 3) como:

Desvios em relação às práticas operacionais normais, motivados pelo desejo do gestor de enganar pelo menos alguns *stakeholders*, fazendo-os acreditar que determinadas metas divulgadas nas demonstrações financeiras foram cumpridas no decurso normal das operações (tradução do autor).

Roychowdhury (2003 e 2006), analisando o fluxo de caixa operacional, os custos de produção e as despesas discricionárias, obteve evidências empíricas da utilização de decisões operacionais para atingir metas de resultado.

Cardoso e Martinez (2006) avaliaram os padrões anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas e os padrões anormais do custo de produção, buscando evidências da utilização de gerenciamento por decisões operacionais nas empresas brasileiras negociadas na Bovespa. Como resultado, Cardoso e Martinez (2006) concluem que as companhias da amostra gerenciam seus resultados por decisões operacionais, utilizando os padrões anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas e os padrões anormais do custo de produção alternativamente como substitutos.

Martinez (2009) analisou a influência de a empresa participar no Novo Mercado, ser auditada por Big4 e ter parecer com ressalvas sobre a estratégia de

gerenciamento de resultados das companhias brasileiras. O autor encontrou que a auditoria de Big4 e a participação no Novo Mercado reduzem o gerenciamento por escolhas contábeis e, ainda, que o parecer com ressalvas é um indicador de gerenciamento por escolhas contábeis. Contudo, em relação ao gerenciamento por decisões operacionais, os resultados apresentados “indicaram que, exceto casos especiais, o Novo Mercado e Auditoria de Big4 não asseguram menor gerenciamento de resultados” (MARTINEZ, 2009, p. 1).

O Quadro 2 apresenta as vantagens e desvantagens de cada uma das duas práticas de gerenciamento de resultados:

<b>GERENCIAMENTO DE RESULTADOS</b>	
<b>UTILIZANDO APENAS ESCOLHAS CONTÁBEIS NO FINAL DO ANO PARA ATINGIR OS RESULTADOS</b>	<b>UTILIZANDO DECISÕES OPERACIONAIS DURANTE O ANO PARA ATINGIR OS RESULTADOS</b>
<b>DESVANTAGENS (CUSTOS)</b>	<b>DESVANTAGENS (CUSTOS)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ A manipulação por escolhas contábeis é sempre limitada pelos princípios contábeis. Assim, se no final do ano o valor necessário para atingir os resultados for maior do que aquele que pode ser gerido pelas acumulações discricionárias, a meta não será alcançada. O gestor perde a oportunidade de aumentar os resultados mediante decisões operacionais.</li> <li>➤ A manipulação por escolhas contábeis pode ser detectada por auditores, investidores ou entes reguladores. Isso pode trazer sérias conseqüências no preço das ações, algumas muito graves, ou até mesmo levar a companhia à falência.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ As conseqüências da utilização de decisões operacionais para o fluxo de caixa são custosas e provavelmente se estenderão para o próximo período.</li> <li>➤ O déficit entre a meta e os resultados que serão apresentados é desconhecido e, desta forma, a quantidade necessária de "manipulação" de resultados não é conhecida com certeza.</li> </ul>
<b>VANTAGENS (BENEFÍCIOS)</b>	<b>VANTAGENS (BENEFÍCIOS)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Os gerentes podem utilizar de escolhas contábeis no final do ano, quando o déficit necessário para atingir o resultado já é conhecido.</li> <li>➤ Estas práticas não afetam o fluxo de caixa, ao menos não diretamente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Aumenta as possibilidades de atingir os resultados. Os gestores têm a oportunidade de cobrir qualquer déficit residual manipulando as escolhas contábeis ao final do período.</li> <li>➤ É mais difícil de ser detectada.</li> <li>➤ É menos provável a companhia sofrer auditorias ou questionamentos dos entes reguladores por decisões reais.</li> </ul>

Quadro 2: Desvantagens e vantagens da utilização de gerenciamento de resultados mediante escolhas contábeis e decisões operacionais.

Fonte: Roychowdhury (2003, p. 37).

Zang (2007) evidenciou que os gestores utilizam as acumulações discricionárias e a manipulação das decisões operacionais como substitutas para gerenciar resultados e que mudanças no rigor da legislação contábil não implicam necessariamente na redução do gerenciamento de resultados, mas sim na modificação da estratégia de gerenciamento.

No mesmo sentido, Yu (2008) observou que, pelo fato do valor a ser gerenciado por escolhas contábeis estar restrito ao âmbito da legalidade imposto pelas normas da US GAAP, muitos gerentes recorrem à manipulação de resultados mediante decisões operacionais. Outra vantagem da utilização desta última prática é que os auditores e órgãos reguladores provavelmente concentram-se menos na fiscalização deste tipo de comportamento. Contudo, a manipulação por decisões operacionais é mais onerosa (YU, 2008).

Com base nos resultados de pesquisas anteriores, Cohen, Dey e Lys (2008) corroboram a tendência das empresas migrarem do gerenciamento por escolhas contábeis para aquele por decisões operacionais pelo fato de estas técnicas, apesar de mais dispendiosas, serem provavelmente mais difíceis de detectar.

Graham, Harvey e Rajgopal (2005) reconhecem que, em decorrência dos escândalos contábeis acontecidos em 2002 e dos requisitos de certificação impostos pela SOX, os gestores podem ter sido levados a modificar o *mix* do gerenciamento de resultados entre escolhas contábeis e decisões operacionais.

De fato, Cohen, Dey e Lys (2008) concluíram que o gerenciamento por escolhas contábeis aumentou de maneira constante entre 1987 e a promulgação da Lei SOX, em 2002, declinando significativamente após este evento. Ao contrário, o gerenciamento por decisões operacionais, que diminuía antes da SOX, passou a aumentar expressivamente após a sua promulgação. Para os autores, isto sugere

uma migração das empresas do método por escolhas contábeis para aquele baseado em decisões operacionais após a SOX.

No mesmo sentido, Cohen e Zarowin (2010) avaliaram o comportamento de gerenciamento de resultados das empresas americanas no período imediatamente anterior e posterior às ofertas públicas de ações. Analisando ainda se houve modificação deste comportamento em virtude da promulgação da Lei SOX.

Como resultado de sua pesquisa, Cohen e Zarowin (2010) concluem que os gestores utilizam tanto decisões operacionais quanto escolhas contábeis para gerenciar seus resultados nas imediações das ofertas públicas e que, após a Lei SOX, os gestores passaram a utilizar mais o gerenciamento por decisões operacionais em detrimento à manipulação de escolhas contábeis.

Bartov e Cohen (2009) avaliaram o impacto da promulgação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento utilizada pelos gestores para atender ou superar as previsões de lucros dos analistas, considerando três mecanismos de gerenciamento: por escolhas contábeis, por decisões operacionais e a gestão de expectativas de resultado. Os autores concluíram que, em decorrência da promulgação da SOX, houve uma queda na frequência de “atender ou superar” as previsões dos analistas. E ainda, em relação aos mecanismos de gerenciamento utilizados, verificaram uma redução do gerenciamento por escolhas contábeis e na gestão de expectativas e um aumento no gerenciamento por decisões operacionais (BARTOV E COHEN, 2009).

## 1.2 *AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS* – ADRs

Os ADRs são certificados representativos de títulos e valores mobiliários de companhias não americanas, negociáveis no mercado norte-americano. Estes

certificados são emitidos por um Banco Depositário e possuem todas as características das ações ou títulos que representam. Assim, todos os direitos atribuídos aos acionistas no país de origem, como dividendos, direitos de subscrição e desdobramentos, também são atribuídos aos detentores do ADR. (ANDREZO E LIMA, 2002; LIMA, OZAWA E GOULART, 2006)

Desta forma, as empresas brasileiras que negociam ADRs conseguem captar recursos no exterior, ganhando visibilidade no mercado americano e obtendo menores custos de capitais. Tais empresas estão sujeitas às normas contábeis americanas e ao controle institucional dos órgãos reguladores daquele país, como *Securities and Exchange Commission - SEC* e *New York Stock Exchange – NYSE*. (LIMA, OZAWA E GOULART, 2006; SANTOS E COSTA, 2008)

Como vantagem adicional, Silveira (2008) explica que a emissão de ADRs é uma maneira de a firma sinalizar ao mercado doméstico que possui um elevado nível de governança corporativa, o que poderia atrair novos acionistas e potenciais credores no país de origem e, até mesmo, levar a uma reavaliação dos títulos de dívidas existentes.

Em relação aos compradores, os ADRs permitem aos residentes nos EUA participar do mercado de capitais brasileiro com menor risco, em virtude de adquirirem os certificados representativos de ações no ambiente legal e institucional americano.

### **1.2.1 Tipos de ADRs**

Silveira (2008, p. 70) informa que “existem quatro classes de ADRs: Nível 1, Nível 2, Nível 3 e 144A. Cada uma das diferentes classes impõe à empresa

emissora um conjunto de obrigações, ao mesmo tempo em que lhe franqueia direitos também de modo diferenciado”. O Quadro 3 explica as principais características de cada tipo de ADR.

<b>Classe</b>	<b>Características</b>
Nível 1	Registrados na SEC; comercializados em operações de balcão; não há obrigatoriedade de atender à legislação contábil americana; podem ser adquiridos por investidores institucionais ou não institucionais; não permite que a empresa faça novas emissões diretamente no mercado americano, apenas novas emissões de ações no mercado de origem podem servir de lastro para novas emissões de ADRs.
Nível 2	Registrados na SEC; negociados nas bolsas de valores dos EUA; devem obrigatoriamente atender à legislação contábil americana; podem ser adquiridos por investidores institucionais ou não institucionais; não permite que a empresa faça novas emissões diretamente no mercado americano, apenas novas emissões de ações no mercado de origem podem servir de lastro para novas emissões de ADRs.
Nível 3	Registrados na SEC; negociados nas bolsas de valores dos EUA; devem obrigatoriamente atender à legislação contábil americana; podem ser adquiridos por investidores institucionais ou não institucionais; é permitido que a empresa faça novas emissões diretamente no mercado americano.
Regra 144A	Não possui registro na SEC; comercializados em operações de balcão; não há obrigatoriedade de atender à legislação contábil americana; são transacionados apenas por investidores institucionais privados, chamados de <i>Qualified Institutional Buyers</i> ; é permitido que a empresa faça novas emissões diretamente no mercado americano.

Quadro 3: Principais características das classes de ADRs

Fonte: Silveira (2008, p. 70-71) e Comissão de Valores Mobiliários - Informativo CVM.

Nota: Adaptado pelo autor.

No presente trabalho, foi avaliado o impacto da Lei SOX nas empresas brasileiras que possuem ADRs do Nível 2 e 3, em virtude da imposição feita a estas companhias de atender à legislação americana mencionada no quadro acima.

### 1.2.2 Estudos de ADRs no Brasil

Silveira (2008, p. 49) destaca que, “em termos mundiais, o Brasil apresenta um dos maiores números de empresas emissoras de ADRs”. Neste sentido, relatório sobre o mercado de ADRs do Banco JPMorgan aponta o Brasil como o maior *player*

em volume e em valor de negociações, tanto para o ano de 2010 quanto para o primeiro semestre de 2011.

As informações acima relatadas, aliadas ao fato do país nunca ter sido punido com o cancelamento de algum dos seus programas de ADRs, fazem com que o Brasil se torne um campo fértil para as pesquisas sobre dupla listagem.

No referido contexto, analisando a relação entre dupla listagem e gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras, Lopes e Tukamoto (2007) não encontraram indícios da existência de diferença entre os níveis de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis entre as empresas detentoras de ADRs e aquelas que somente atuavam no mercado brasileiro.

Já Santos e Costa (2008) avaliaram o nível de conservadorismo e a oportunidade (*timeliness*) do lucro nas demonstrações contábeis em BRGAAP e USGAAP nas companhias brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque. Estes autores concluíram "não haver diferenças no nível de utilização do conservadorismo" e, ainda, "que o lucro contábil segundo o modelo brasileiro seria mais oportuno do que o norte-americano" (SANTOS E COSTA, 2008, p.27).

Silveira, em seu mencionado estudo de 2008, analisou o impacto da dupla listagem sobre a estrutura de capitais de empresas brasileiras. O autor verificou a existência de uma relação significativa entre a emissão de ADRs e o aumento do endividamento em moeda estrangeira e concluiu que esta relação "pode ser um dos principais motivos por trás dos programas de emissão de *American Depositary Receipts* por empresas brasileiras" (SILVEIRA, 2008, p. 130).

Silva (2010) investigou a relação existente entre dupla listagem e retornos anormais. Seus resultados não permitiram confirmar a valorização acionária das empresas brasileiras emissoras de ADRs.

### 1.3 LEI SARBANES-OXLEY (SOX)

Os anos de 2001 e 2002 foram marcados por uma série de escândalos contábeis no mercado acionário americano envolvendo grandes companhias como Tyco International, WorldCom, Adelphia Communications, Enron e Global Crossing. Estes escândalos foram amplamente divulgados pela imprensa em todo o mundo e reduziram a confiança dos investidores nos relatórios contábeis (BARTOV E COHEN, 2009; COHEN, DEY E LYS; MENDONÇA et al., 2008).

A Lei Sarbanes-Oxley, sancionada pelo presidente americano em 30 de julho de 2002, surgiu com o propósito de proteger os investidores e recuperar a credibilidade da informação contábil, aumentando o nível de governança corporativa (BRITES, FUNCHAL E BAPTISTA, 2009; MENDONÇA et al., 2008).

A SOX representa um rígido mecanismo de governança corporativa que impõe severos parâmetros legais às companhias com ações negociadas no mercado americano, inclusive às empresas estrangeiras que negociam ADRs de nível 2 e 3. Esta lei visa garantir a publicação de relatórios financeiros mais confiáveis, controles internos mais eficientes e impõe, por meio de penalidades mais rigorosas, maiores responsabilidades aos diretores de companhias e auditores contratados (BRITES, FUNCHAL E BAPTISTA, 2009; LEI SARBANES-OXLEY, 2002).

A SOX é composta por onze capítulos divididos em seções. O Quadro 4 apresenta uma breve explicação sobre cada capítulo:

Capítulos	Principais características
1	Dispõe sobre a concepção do <i>Public Company Accounting Oversight Board</i> – PCAOB. Conselho criado com o objetivo de controlar a qualidade dos serviços das firmas de auditoria independentes.
2	Trata das exigências de independência dos auditores.
3	Dispõe sobre a responsabilidade corporativa.
4	Trata sobre as melhorias na divulgação de informações financeiras.
5	Versa sobre a regulamentação para evitar o conflito de interesses dos analistas.
6	Aborda sobre as fontes de recursos e autoridade da SEC.
7	Dispõe sobre a elaboração de estudos e relatórios.
8	Prevê responsabilidades por crimes de fraude nas empresas.
9	Trata sobre o aumento das penalidades decorrentes de crime de colarinho-branco.
10	Dispõe sobre as declarações fiscais das companhias.
11	Trata sobre fraudes na contabilidade corporativas e prestação de contas.

Quadro 4: Capítulos da Lei Sarbanes-Oxley (2002).  
Fonte: Lei Sarbanes-Oxley (2002).

Entretanto, a implantação da Lei SOX nas empresas estrangeiras ocorreu em momentos diferentes. Assim, grande parte das seções começou a valer em 2002, junto com as empresas americanas, contudo, a seção 404, que trata da exigência de relatórios sobre controles internos, somente se tornou obrigatória para empresas estrangeiras no ano de 2006.

Pesquisas empíricas confirmam que ampliação do monitoramento (PCAOB e independência dos auditores); o aumento das responsabilidades e das penalidades para gestores e auditores; e o aumento da atenção da mídia (*media scrutiny*), em virtude da Lei SOX, ocasionaram um aumento do conservadorismo (CAHAN E ZHANG; LOBO E ZHOU, 2006) e uma redução no gerenciamento por escolhas contábeis (BARTOV E COHEN, 2009; COHEN E ZAROWIN, 2010; GRAHAM, HARVEY E RAJGOPAL, 2005).

Avaliando especificamente a seção 404 da lei, que exige que as empresas informem sobre a eficácia de suas estruturas de controles internos, evidências empíricas comprovam que empresas que reportam fraquezas nos controles internos têm um custo de dívida consideravelmente maior e se submetem a maiores exigências contratuais do que aquelas que reportam controles internos eficientes (DHALIWAL et al; KIM, SONG E ZHANG, 2011).

Os efeitos da Lei SOX acima relatados e sua implementação em diferentes momentos acarretaria, potencialmente, impactos diferenciados na estratégia de gerenciamentos de resultados das empresas emissoras de ADRs. Estes efeitos seriam a partir de 2002 e após 2006.

## Capítulo 3

### METODOLOGIA

#### 1.4 BASE DE DADOS E PERÍODO AMOSTRAL

Todos os dados contábeis e financeiros necessários foram obtidos no sistema Economatica, de onde foi também retirada a classificação das empresas conforme setor econômico. Em relação às companhias emissoras de ADRs, os dados referentes ao nível de cada programa e à data de listagem foram extraídos do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para reduzir a influência de eventuais observações extremas, empregou-se o método Winsor, no valor de 2,5% para cada cauda, em todas as variáveis utilizadas nas regressões do presente trabalho. Este método, proposto pelo engenheiro e bioestatístico Charles P. Winsor (1895-1951), consiste em substituir os *outliers* pelo valor mais próximo, dentro dos percentis definidos (BRILHANTE, 1999).

O período amostral compreendeu os anos de 1997 a 2009. Este período de 13 anos foi fundamental para se avaliar o efeito da Lei SOX nas empresas brasileiras, tendo em vista o fato de que a implantação desta lei para empresas estrangeiras ocorreu em fases. Assim, grande parte das seções começou a valer para empresas brasileiras em 2002, junto com as empresas americanas, contudo, a seção 404, que trata da exigência de relatórios sobre controles internos, somente se tornou obrigatória para empresas estrangeiras no ano de 2006.

Apesar da Lei 11638/2007 ter sua vigência a partir de 2008, a manutenção dos anos de 2008 e 2009 justifica-se para permitir avaliar os impactos da adesão à seção 404 da SOX.

O ano de 2010 foi retirado da amostra em virtude da efetiva implementação do modelo contábil internacional no Brasil, o que levou à indisponibilidade de alguns dados para este ano.

## 1.5 CRITÉRIOS DE AMOSTRAGEM

O processo de seleção da amostra para o presente estudo iniciou-se com as 660 empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa). Deste conjunto foram excluídas as instituições financeiras, de seguros e de fundos em virtude das especificidades contábeis em tais segmentos (CARDOSO E MARTINEZ, 2006; COHEN, DEY E LYS, 2008; MARTINEZ, 2001; ROYCHOWDHURY, 2006).

Devido a este primeiro critério de seleção, o grupo inicial foi reduzido a 593 empresas. Este conjunto foi então dividido em um grupo experimental, contendo 38 companhias emissoras de ADRs do nível 2 e 3, e um grupo de controle composto pelas 555 companhias restantes.

Finalmente, no intuito de aprimorar o grupo de controle, foram retiradas do mesmo todas aquelas empresas que possuíam ativos totais em valor inferior ao menor ativo total das empresas do grupo experimental. Assim, chegou-se à amostra utilizada no presente trabalho, contendo 335 empresas, sendo 38 do grupo experimental e 297 do grupo de controle. A partir de agora, chamada Amostra Principal.

## 1.6 ESTRATÉGIA DE PESQUISA

Este trabalho baseia-se no estudo desenvolvido por Cohen, Dey e Lys (2008), que analisou o comportamento do gerenciamento de resultados das empresas americanas no período anterior e posterior à Lei Sarbanes-Oxley.

Dessa forma, a presente pesquisa foi desenvolvida em duas etapas. Na primeira, foram estimados os níveis de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais seguindo os modelos estatísticos utilizados por Cohen, Dey e Lys (2008). Já, na segunda etapa, as métricas de gerenciamento de resultados obtidas na etapa inicial foram utilizadas em testes de regressão múltipla para avaliar o efeito da implantação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento das empresas brasileiras, particularmente, naquelas que possuíam ADRs do nível 2 e 3. Adicionalmente, nesta etapa, foi analisada a relação existente entre estas duas práticas de gerenciamento de resultados.

### 1.6.1 Primeira etapa

Nas pesquisas empíricas internacionais, os autores geram as estimativas de gerenciamento de resultados com base em regressões *cross-section* dentro de cada setor e ano, permitindo os betas ( $\beta$ ) variarem por setor e por ano (COHEN, DEY E LYS, 2008; COHEN E ZAROWIN, 2010; DECHOW, SLOAN E SWEENEY, 1995; ROYCHOWDHURY, 2006; YU, 2008).

Conforme observado na Tabela 1, o Brasil apresenta uma quantidade reduzida de companhias por setor, o que inviabiliza que o teste seja aplicado da mesma forma que na literatura internacional. Assim, para obter as estimativas do presente estudo, foi necessário modificar os modelos estatísticos, rodando os dados

em painel com cluster por id e efeitos fixos específicos para cada uma das empresas, e acrescentando aos modelos variáveis *dummies* de ano.

Essas variáveis foram utilizadas para tentar captar e retirar dos coeficientes as variações características de cada ano. Foi criada uma variável *dummy* para cada ano de 1997 a 2009, cada variável *dummy* de ano assume o valor 1 (um), para o ano da variável, e 0 (zero), para os demais casos.

Tabela 1: Companhias ativas por setor em julho de 2011 – Brasil.

<b>Setor</b>	<b>Quantidade de empresas (Ativas na BM&amp;FBovespa)</b>	<b>Quantidade de empresas (Amostra Pincipal)</b>
Agro e Pesca	5	2
Alimentos e Bebidas	47	24
Comércio	31	16
Construção	37	26
Eletroeletrônicos	20	9
Energia Elétrica	57	32
Finanças e Seguros	64	0
Fundos	3	0
Minerais não Metálicos	9	6
Mineração	13	7
Máquinas Industriais	11	6
Outros	117	66
Papel e Celulose	10	10
Petróleo e Gás	11	8
Química	40	30
Siderurgia & Metalurgia	51	21
Software e Dados	5	3
Telecomunicações	39	23
Têxtil	40	16
Transporte & Serviços	22	16
Veículos e peças	28	14
<b>TOTAL</b>	<b>660</b>	<b>335</b>

Fonte: Economática.

### 1.6.1.1 Estimando gerenciamento de resultados por escolhas contábeis

As métricas de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis foram calculadas utilizando o modelo Jones Modificado adaptado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). O modelo utilizado, que estima as acumulações discricionárias (DA) partindo das acumulações totais (TA), foi o seguinte:

$$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que:

$TA_{it}$  = acumulações totais da firma  $i$  no período  $t$ , conforme Equação (2) e (3);

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma no final do período  $t-1$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da firma  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$PPE_{it}$  = ativo permanente líquido da firma  $i$  no período  $t$  (excluindo os investimentos);

$\text{Dano}_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos;

$\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão.

As acumulações totais são calculadas pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional (MARTINEZ, 2001).

Contudo, pelo fato da divulgação da demonstração de fluxos de caixa no Brasil somente tornar-se obrigatória a partir de 2008 (Lei 11.638/2007), as acumulações totais (TA) para o presente estudo foram estimadas pela Equação (2), para os anos de 1997 até 2007, e conforme a Equação (3), para os anos de 2008, 2009 e 2010.

A partir de 2008, em virtude da convergência, a estimação de TA pela equação (2) utilizaria informações com algum nível de alteração. Por este motivo foi necessário a adoção da equação (3).

$$TA_{it} = [(\Delta AC_{it} - \Delta Dicp_{it} - \Delta AplFincp_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta Fincp_{it} - \Delta Debcp_{it} - \Delta Divcp_{it} - \Delta Pgcont_{it}) - Dep_{it}] \quad (2)$$

$$TA_{it} = Lliq_{it} - Resnop_{it} - FCO_{it} \quad (3)$$

em que:

$TA_{it}$  = acumulações totais da firma i no período t;

$\Delta AC_{it}$  = variação do ativo corrente (circulante) da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta Dicp_{it}$  = variação do disponível e investimentos de curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta AplFincp_{it}$  = variação das aplicações financeiras de curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta PC_{it}$  = variação do passivo corrente (circulante) da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta Fincp_{it}$  = variação dos financiamentos de curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta Debcp_{it}$  = variação das debêntures de curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta Divcp_{it}$  = variação dos dividendos a pagar em curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta Pgcont_{it}$  = variação dos empréstimos a pagar a controladas no curto prazo da firma i do período t-1 para o período t;

$Dep_{it}$  = Depreciação e amortização durante o período t;

$Lliq_{it}$  = lucro líquido da firma i no período t;

$Resnop_{it}$  = Resultado não operacional da firma i no período t;

$FCO_{it}$  = fluxo de caixa operacional da firma i no período t.

Assim, os valores dos coeficientes  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ , e todos os  $\beta_t$  e  $\beta_i$ , obtidos a partir da regressão da Equação (1), são utilizados para calcular as acumulações não discricionárias, nível normal de acumulações para a realidade do negócio, como descrito na Equação (4), abaixo:

$$\widehat{NDA}_{it} = \widehat{\beta}_{1i} + \widehat{\beta}_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \widehat{\beta}_3 \frac{(\Delta R_{it} - \Delta CR_{it})}{A_{i,t-1}} + \widehat{\beta}_4 \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \widehat{\beta}_t \text{Dano}_t \quad (4)$$

em que:

$NDA_{it}$  = acumulações não discricionárias da firma i no período t;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma no final do período t-1;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da firma i do período t-1 para o período t;

$\Delta CR_{it}$  = variação das contas a receber da firma i do período t-1 para o período t;

$PPE_{it}$  = ativo permanente líquido da firma i no período t (excluindo os investimentos);

$\text{Dano}_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.

Finalmente, as acumulações discricionárias, sucedâneo de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, são obtidas pela Equação (5):

$$\widehat{DA}_{it} = \frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} - \widehat{NDA}_{it} \quad (5)$$

em que:

$DA_{it}$  = acumulações discricionárias da firma i no período t;

$TA_{it}$  = acumulações totais da firma i no período t;

$NDA_{it}$  = acumulações não discricionárias da firma i no período t;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma no final do período t-1.

### 1.6.1.2 Estimando gerenciamento de resultados por decisões operacionais

Para verificar o nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais, é necessário captar o comportamento anormal de tais decisões. Para tal fim, neste estudo, assim como em Cohen, Dey e Lys (2008), foram considerados

os níveis anormais de custos de produção; fluxo de caixa operacional e despesas de vendas, gerais e administrativas, utilizados por Roychowdhury em 2006.

Para Roychowdhury (2006), a análise do comportamento das variáveis acima permite avaliar três diferentes métodos de gerenciamento:

1. Relatar menores custos de produção por meio do aumento da produção;
2. Aumentar de forma não sustentável as vendas por meio de descontos inusuais ou do abrandamento da política de créditos;
3. Diminuir discricionariamente despesas administrativas, de vendas ou gerais.

Para obter o nível anormal de cada métrica foi necessário calcular o nível atual e reduzir deste o nível normal estimado, como segue.

#### 1.6.1.2.1 Níveis anormais de custos de produção (RPROD)

Os níveis atuais de custo de produção são dados pela Equação (6):

$$\text{Prod}_{it} = \frac{\text{CPV}_{it} + (\Delta\text{Estoq}_{it})}{A_{i,t-1}} \quad (6)$$

em que:

$\text{Prod}_{it}$  = custos de produção da firma i no período t;

$\text{CPV}_{it}$  = custos dos produtos vendidos da firma i no período t;

$\Delta\text{Estoq}_{it}$  = variação dos estoques da firma i do período t-1 para o período t;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma no final do período t-1.

Os níveis normais de custo de produção são estimados pela regressão da Equação (7):

$$\text{Prod}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

em que:

$\text{Prod}_{it}$  = custos de produção da firma  $i$  no período  $t$ , conforme definidos na Equação (6);

$R_{it}$  = receitas líquidas da firma  $i$  no período  $t$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da firma  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$\Delta R_{i,t-1}$  = variação das receitas líquidas da firma  $i$  do período  $t-2$  para o período  $t-1$ ;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma  $i$  no final do período  $t-1$ ;

$\text{Dano}_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos;

$\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão.

Assim, os níveis anormais de custo de produção (RPROD) são dados pelos níveis observados, Equação (6), menos os níveis normais estimados na Equação (7).

#### 1.6.1.2.2 Níveis anormais de fluxo de caixa operacional (RFCO)

Em virtude da divulgação da demonstração de fluxo de caixa somente tornar-se obrigatória a partir de 2008, os níveis atuais de Fluxo de Caixa Operacional (FCO), para os anos de 1997 a 2007, do presente estudo deveram ser estimados como apresentado na Equação (8):

$$\text{FCO}_{it} = \left( \frac{\text{Lliq}_{it} - \text{Resnop}_{it}}{A_{i,t-1}} \right) - \left( \frac{\text{TA}_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (8)$$

em que:

$\text{FCO}_{it}$  = fluxo de caixa operacional da firma  $i$  no período  $t$ ;

$\text{TA}_{it}$  = acumulações totais da firma  $i$  no período  $t$ ;

$Liq_{it}$  = lucro líquido da firma  $i$  no período  $t$ ;

$Resnop_{it}$  = Resultado não operacional da firma  $i$  no período  $t$ ;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma  $i$  no final do período  $t-1$ .

Os níveis normais de fluxo de caixa operacional são estimados pela regressão da Equação (9):

$$FCO_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

em que:

$FCO_{it}$  = fluxo de caixa operacional da firma  $i$  no período  $t$ ;

$R_{it}$  = receitas líquidas da firma  $i$  no período  $t$ ;

$\Delta R_{it}$  = variação das receitas líquidas da firma  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ ;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma  $i$  no final do período  $t-1$ ;

$\text{Dano}_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos;

$\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão.

Os níveis anormais de fluxo de caixa operacional (RFCO) são dados pelos níveis observados, Equação (8), menos os níveis normais estimados na Equação (9).

#### 1.6.1.2.3 Níveis anormais de despesas de vendas, gerais e administrativas (RSGA)

Os níveis atuais de despesas de vendas, gerais e administrativas (SGA) são dados pela Equação (10):

$$SGA_{it} = \left( \frac{Dadm_{it} + Dven_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (10)$$

em que:

$SGA_{it}$  = despesas com vendas, gerais e administrativas da firma i no período t;  
 $Dadm_{it}$  = despesas administrativas e gerais da firma i no período t;  
 $Dven_{it}$  = despesas com vendas da firma i no período t;  
 $A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma i no final do período t-1.

Os níveis normais de despesas de vendas, gerais e administrativas (SGA) são estimados pela regressão da Equação (11):

$$SGA_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

em que:

$SGA_{it}$  = despesas com vendas, gerais e administrativas da firma i no período t, conforme definido na Equação (10);

$R_{i,t-1}$  = receitas líquidas da firma i no período t-1;

$A_{i,t-1}$  = ativos totais da firma i no final do período t-1;

$Dano_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos;

$\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão.

Dessa forma, os níveis anormais de despesas de vendas, gerais e administrativas (RSGA) são dados pelos níveis observados, Equação (10), menos os níveis normais estimados na Equação (11).

## 1.6.2 Segunda etapa

### 1.6.2.1 Modelo Proposto

Para responder a questão de pesquisa, avaliando a influência da Lei SOX nas práticas de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras emissoras de ADRs, e concomitantemente conhecer a relação existente entre estas práticas, foram empregados os modelos de regressão conforme equações (12) e (13):

$$\begin{aligned}
DEP_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 RPRODabs_{it} + \beta_5 RSGAabs_{it} \\
& + \beta_6 RFCOabs_{it} + \beta_7 SOX1_t + \beta_8 SOX2_t + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} ROA_{it} \\
& + \beta_{11} DIV_{it} + \beta_{12} VLRM_{it} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{12}$$

$$\begin{aligned}
DEPRM_{it} = & \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 DAabs_{it} + \beta_5 SOX1_t \\
& + \beta_6 SOX2_t + \beta_7 ADR_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} VLRM_{it} \\
& + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{13}$$

em que,

$DEP_{it}$  = representa cada uma das métricas de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis em três regressões diferentes. Assumindo respectivamente o valor das acumulações discricionárias absolutas, acumulações discricionárias positivas e acumulações discricionárias negativas;

$DEPRM_{it}$  = representa cada uma das métricas de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais em valores absolutos em três regressões diferentes. Assumindo respectivamente o valor dos níveis anormais de custos de produção, níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas e níveis anormais de fluxo de caixa operacional;

$SOX1ADR_{it} = (SOX1_t \times ADR_{it})$  = variável *dummy* multiplicativa que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos;

$SOX2ADR_{it} = (SOX2_t \times ADR_{it})$  = variável *dummy* multiplicativa que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos;

$RPRODabs_{it}$  = níveis anormais de custo de produção em valores absolutos;

$RSGAabs_{it}$  = níveis anormais despesas com vendas, gerais e administrativas em valores absolutos;

$RFCOabs_{it}$  = níveis anormais do fluxo de caixa operacional em valores absolutos;

$SOX1_t$  = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para os outros casos;

$SOX2_t$  = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é maior ou igual a 2006, e o valor zero caso contrário;

$ADR_{it}$  = variável *dummy* que assume o valor um se a empresa possui ADRs emitidos, e o valor zero caso contrário;

$ROA_{it}$  = taxa de retorno sobre os ativos =  $LIq_j / A_j$ ;

$DIV_{it}$  = índice de endividamento geral =  $Exigível\ total_j / A_j$ ;

$VLRM_{it}$  = Valor de mercado da firma  $i$  no dia 31/12 do período  $t$ , ponderado pelos ativos totais da firma  $i$  no final do período  $t-1$ ;

$Dano_t$  = variável *dummy* de ano (de 1997 a 2009) que assume o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos;

$\varepsilon_{it}$  = resíduo da regressão.

A Equação (12) gerou três regressões, uma para cada variável dependente, a saber: (i) acumulações discricionárias em valores absolutos; (ii) a parcela positiva das acumulações discricionárias e (iii) a parcela negativa.

O modelo proposto na Equação (12) avalia o comportamento do gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, verificando sua relação com as diferentes *proxies* de gerenciamento por decisões operacionais em valores absolutos (RPRODAbs, RSGAAbs e RFCOAbs); com as variáveis *dummies* SOX1ADR, SOX2ADR, SOX1, SOX2 e ADR e variáveis de controle.

A Equação (13) também deu origem a três regressões, uma para cada variável dependente, como segue: (i) níveis anormais de custo de produção em valores absolutos; (ii) níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas em valores absolutos e (iii) níveis anormais do fluxo de caixa operacional em valores absolutos.

De maneira similar, o modelo proposto na Equação (13) permite avaliar a relação existente entre as métricas de gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais em valores absolutos e as variáveis independentes: (i) acumulações discricionárias em valores absolutos; (ii) as *dummies* SOX1ADR, SOX2ADR, SOX1, SOX2 e ADR; e (iii) variáveis de controle.

A utilização de valores absolutos para as métricas de gerenciamento justifica-se em virtude do presente trabalho não estar interessado em analisar a direção do gerenciamento, para reduzir ou aumentar os lucros, e sim, a relação existente entre os tipos de gerenciamento.

As variáveis *dummies* multiplicativas SOX1ADR e SOX2ADR são fundamentais para atingir o objetivo deste estudo. Elas permitem captar, apenas para as empresas que possuem ADRs emitidas, o efeito da Lei Sarbanes-Oxley nas diferentes variáveis dependentes.

A utilização de duas variáveis, SOX1ADR e SOX2ADR, fundamenta-se pelo fato da Lei SOX ter sido implantada em fases para as empresas estrangeiras. Logo, SOX1ADR busca avaliar os efeitos da primeira fase de implantação da lei, no período entre 2002 e 2005. Por outro lado, SOX2ADR busca captar o efeito da implantação da seção 404, que trata de controles internos, e começou a valer para empresas estrangeiras a partir de 2006.

## Capítulo 4

### RESULTADOS

Para estimar o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, foi de início necessário calcular as acumulações totais. Com este intuito, foi rodada a regressão da Equação (1), cujos resultados são apresentados na tabela abaixo:

Tabela 2: Acumulações totais

Resultado da regressão estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995)		
$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>	<b>TA</b>	
Variáveis independentes	Coeficiente	Estat. (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	380,931	0,11
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,111	5,93 ***
PPE <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	-0,016	-0,89
_CONS	-0,034	-3,36 ***
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2168	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,0733
Estatisticamente significativa a:	*** 1%	** 5% * 10%
Em que:		
<b>TA<sub>it</sub></b> = Acumulações totais da firma i no período t; <b>A<sub>i,t-1</sub></b> = ativo total em t-1; <b>ΔR<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-1; <b>PPE<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = ativo permanente líquido da firma i no período t (excluindo os investimentos); <b>Dummies de ano</b> : assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.		

O coeficiente da variável independente ativo permanente (PPE<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub>) não apresentou significância estatística. Entretanto, optou-se por conservá-la no modelo visto que possui fundamentação teórica e porque sua exclusão reduz o poder explicativo (R<sup>2</sup>). Destaca-se ainda que as adaptações do modelo à realidade das demonstrações brasileiras, isto é, a utilização do ativo permanente em vez de “Propriedade, Planta e Equipamento” pode ter distorcido os valores deste coeficiente (FORMIGONI, PAULO E PEREIRA; LOPES E TUKAMOTO, 2007).

Os dados da regressão foram utilizados para estimar as acumulações discricionárias (DA), *proxy* de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis.

A Tabela 3 apresenta os resultados das regressões utilizadas para estimar os níveis normais de cada uma das métricas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Encontra-se dividida em três painéis: o Painel A, para custo da produção; o Painel B, para fluxo de caixa operacional; e o Painel C, para despesas de vendas, gerais e administrativas.

Os resultados da regressão do Painel A indicam que há significância estatística para todas as variáveis independentes, exceto para a variável variação das receitas líquidas no período ( $\Delta R_{i,t}/A_{i,t-1}$ ).

Ainda em relação ao Painel A e diferente do esperado, a variável variação das receitas líquidas no período anterior ( $\Delta R_{i,t-1}/A_{i,t-1}$ ) apresenta uma relação negativa com os níveis normais de custos de produção.

No Painel B, os coeficientes de todas as variáveis independentes apresentaram relação estatisticamente significativa. Também diferente do esperado, a variável variação das receitas líquidas no período ( $\Delta R_{i,t}/A_{i,t-1}$ ) apresenta uma relação negativa com os padrões normais de fluxo de caixa operacional.

Para a regressão do Painel C, os resultados indicaram que todas as variáveis independentes são estatisticamente significantes.

A partir dos resultados das regressões da Tabela 3 são obtidos os sucedâneos para gerenciamento de resultados por decisões operacionais: padrões anormais de custo de produção em valores absoluto (RPRODAb), padrões anormais de fluxo de caixa operacional em valores absolutos (RFCOAb) e padrões

anormais de despesas de vendas, gerais e administrativas em valores absolutos (RSGAAbs).

Tabela 3: Níveis normais para as métricas de gerenciamento por decisões operacionais

<b>Painel A: Níveis normais de custo da produção.</b>		
$\text{Prod}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t$		
<b>Variável dependente:</b>		<b>Prod<sub>it</sub></b>
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	- 8636,818	-1,76 *
R <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,744	32,71 ***
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,024	0,97
ΔR <sub>i,t-1</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	-0,037	-2,39 **
_CONS	-0,020	-1,14
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2063	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,8971
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
<b>Painel B: Níveis normais do fluxo de caixa operacional.</b>		
$\text{FCO}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>		<b>FCO<sub>it</sub></b>
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	97,507	0,02
R <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,075	4,79 ***
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	-0,072	-2,66 ***
_CONS	0,039	2,70 ***
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2168	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,0365
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
<b>Painel C: Níveis normais de despesas de vendas, gerais e administrativas.</b>		
$\text{SGA}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>		<b>SGA<sub>it</sub></b>
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	14786,17	3,80 ***
R <sub>i,t-1</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,108	6,24 ***
_CONS	0,043	3,27 ***
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2332	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,3809
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
Em que:		
<b>Prod<sub>it</sub></b> = custos de produção da firma i no período t; <b>A<sub>i,t-1</sub></b> = ativo total em t-1; <b>R<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = receita líquida da firma i no período t; <b>ΔR<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-1 para t; <b>ΔR<sub>i,t-1</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-2 para t-1; <b>Dummies de ano</b> : assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos; <b>FCO<sub>it</sub></b> = fluxo de caixa operacional da firma i no período t; <b>SGA<sub>it</sub></b> = despesas com vendas, gerais e administrativas.		

Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas das principais variáveis deste estudo.

Tabela 4: Estatísticas descritivas

<b>Proxies de gerenciamento</b>	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão
TA	2189	-0,0250	-0,0343	0,1088
DA	2157	0,0030	-0,0057	0,1064
RPROD	2063	0,0027	-0,0030	0,1367
RSGA	2332	0,0004	-0,0261	0,1002
RFCO	2168	0,0002	0,0108	0,1269
Exigível / Ativo total (%)	2592	63,84	61,54	37,41
ROA (%)	2592	2,28	3,03	14,99
Lucro Líquido (R\$ Mil)	2592	268.374,60	30.696,50	1.579.155,00

Em que:

**TA** = acumulações totais; **DA** = acumulações discricionárias; **RPROD** = níveis anormais de custo de produção; **RSGA** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas; **RFCO** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional; **ROA** = Retorno sobre o ativo total = lucro líquido/ Ativo total.

Assim como obtido em Cohen, Dey e Lys (2008) e em Roychowdhury (2006), a média das acumulações totais (TA) apresenta valor negativo. A mediana das variáveis DA, RPROD e RSGA parece indicar que a maioria das empresas estaria gerenciando para reduzir seus resultados. Vale recordar que todos os valores das *proxies* de gerenciamento estão ponderados pelos ativos totais do ano anterior.

A Tabela 5 traz as correlações entre variáveis, apresentando o coeficiente de correlação de Pearson e a sua significância estatística.

Os resultados indicam existir uma relação negativa e significativa entre DA e RFCO, o que sugere que, para a amostra como um todo, quando a empresa aumenta o gerenciamento com decisões operacionais sobre o fluxo de caixa, o gerenciamento por escolhas contábeis seria no sentido contrário.

De maneira análoga, analisando a correlação entre DA e RSGA, observa-se a existência de uma relação negativa e significativa, sugerindo que quando as

empresas gerenciam resultados por decisões operacionais sobre as despesas com vendas, gerais e administrativas, o gerenciamento por escolhas contábeis seria em sentido oposto.

Tabela 5: Correlação entre as variáveis

		DA	RPROD	RSGA	RFCO	DIV	ROA
DA	$\rho$ (Sig.)	1					
RPROD	$\rho$ (Sig.)	0,1199 (0,0000)	1				
RSGA	$\rho$ (Sig.)	-0,0591 (0,0065)	-0,4930 (0,0000)	1			
RFCO	$\rho$ (Sig.)	-0,6918 (0,0000)	-0,4235 (0,0000)	-0,0481 (0,0263)	1		
DIV	$\rho$ (Sig.)	-0,0539 (0,0123)	0,0802 (0,0003)	-0,0190 (0,3608)	-0,2318 (0,0000)	1	
ROA	$\rho$ (Sig.)	0,1145 (0,0000)	-0,1924 (0,0000)	-0,0176 (0,3956)	0,3544 (0,0000)	-0,4212 (0,0000)	1

Em que:

**DA** = acumulações discricionárias; **RPROD** = níveis anormais de custo de produção; **RSGA** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas; **RFCO** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional; **DIV** = índice de endividamento geral = Exigível/ Ativo total (%); **ROA** = Retorno sobre o ativo = Lucro líquido/ Ativo total (%).

Por outro lado, verifica-se a existência de uma relação positiva e significativa entre DA e RPROD, isto indica que as empresas da amostra utilizam de maneira complementar o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e o gerenciamento por decisões operacionais sobre os custos de produção.

Verifica-se a existência de uma relação negativa e significativa entre RPROD e RSGA; e RPROD e RFCO. Isto parece indicar que as empresas da amostra não utilizam as técnicas de gerenciamento por decisões operacionais de maneira complementar.

Semelhante ao resultado encontrado por Cardoso e Martinez (2006), constatou-se existir correlação significativa entre as variáveis: DIV e RPROD; DIV e RFCO; e DIV e DA, o que pode indicar que o nível de endividamento exerce influência sobre a predisposição das empresas para gerenciarem resultados, tanto por escolhas contábeis quanto por decisões operacionais. Sugere ainda que o aumento do endividamento proporcione um acréscimo do gerenciamento mediante decisões operacionais ligadas ao nível de produção, e uma redução no gerenciamento por decisões sobre o fluxo de caixa e mediante escolhas contábeis.

As Tabelas 6 e 7 apresentam os resultados das regressões que avaliam o impacto da implantação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento das empresas brasileiras emissoras de ADRs e analisam a relação entre gerenciamento por escolhas contábeis e decisões operacionais. A Tabela 6 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias em valores absolutos, DAAbs, e também a separação das acumulações discricionárias em negativas, DANeg, e positivas, DAPos. Na Tabela 7, são informados os resultados do gerenciamento por decisões operacionais, por meio da análise das três métricas utilizadas: níveis anormais de custos de produção em valores absolutos (RPRODabs), níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas em valores absolutos (RSGAAbs) e níveis anormais de fluxo de caixa operacional em valores absolutos (RFCOabs). A Tabela 6 será analisada em primeiro lugar.

As variáveis *dummies* SOX1ADR e SOX2ADR, que buscam captar o efeito da Lei SOX nas empresas detentoras de ADRs, não apresentaram relação estatisticamente significativa com nenhuma das variáveis dependentes de acumulações discricionárias, *proxies* de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis. Dessa forma, os dados encontrados não permitem afirmar que a

implantação da Lei SOX tenha impactado no nível de gerenciamento por escolhas contábeis nas empresas detentoras de ADRs, pelo menos, não de forma diferenciada em relação ao grupo de controle.

Tabela 6: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por escolhas contábeis

$$DEP_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 RPRODabs_{it} + \beta_5 RSGAabs_{it} + \beta_6 RFCOabs_{it} + \beta_7 SOX1_t + \beta_8 SOX2_t + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} DIV_{it} + \beta_{12} VLRM_{it} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis dependentes		DAAbs		DAPos		DANeg	
Variáveis independentes	Relação esperada	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)
SOX1ADR	-	- 0,0185	-1,43	- 0,0183	-1,21	0,0139	0,95
SOX2ADR	-	- 0,0065	-0,54	- 0,0276	-0,97	- 0,0009	-0,07
RPRODabs	-	0,0686	2.16 **	0,0486	1,19	- 0,0651	-1,26
RSGAabs	-	0,0411	0,65	- 0,0810	-0,74	- 0,1140	-1,64
RFCOabs	-	0,4417	13,45 ***	0,5645	10,30 ***	- 0,4658	-9,46 ***
SOX1	-	- 0,0057	-0,59	- 0,0158	-1,50	0,0053	0,52
SOX2	-	0,0056	0,72	0,0083	0,72	- 0,0056	-0,58
ADR	-	0,0180	1,05	0,0364	1,73 *	- 0,0148	-0,60
ROA		0,0000	0,14	0,0003	1,56	0,0008	1,90 *
DIV		0,0001	1,82 *	- 0,0001	-1,04	0,0000	0,18
VLRM		0,0039	1,25	0,0059	1,26	- 0,0028	-0,65
_CONS		0,0110	1,69 *	0,0297	2,18 **	- 0,0043	-0,46
<i>Dummies</i> de ano							
Estatisticamente significativa ao nível de:		Obs.	1654	Obs.	755	Obs.	899
*** 1% ** 5% * 10%		F	0,0000	F	0,0000	F	0,0000
		R <sup>2</sup>	0,3951	R <sup>2</sup>	0,5300	R <sup>2</sup>	0,3322

Em que:

**Variáveis dependentes** (*Proxies* de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis):

**DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **DAPos** = valores positivos das acumulações discricionárias; **DANeg** = valores negativos das acumulações discricionárias.

**Variáveis independentes:**

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **RPRODabs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAabs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOabs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos; **SOX1** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para os outros casos; **SOX2** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é maior ou igual a 2006, e o valor zero caso contrário; **ADR** = variável *dummy* que assume o valor um se a empresa possui ADRs emitidos, e o valor zero caso contrário; **ROA** = taxa de retorno sobre os ativos; **DIV** = índice de endividamento geral; **VLRM** = Valor de mercado da firma *i* no dia 31/12 do período *t*, ponderado pelos ativos totais da firma *i* no final do período *t-1*; **Dummies de ano**: assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.

As variáveis *dummies* SOX1 e SOX2, que captam o efeito da implantação da Lei SOX sobre todas as empresas da amostra, não possuem significância estatística com nenhuma das métricas de gerenciamento via *accruals*.

A variável *dummy* ADR não apresentou relação estatisticamente significativa com acumulações em valores absolutos (DAAbs) e negativos (DANeg). Apenas observou-se uma relação positiva, porém estatisticamente fraca, entre as acumulações em valores positivos (DAPos) e a variável ADR.

Apreciados cautelosamente, estes resultados não permitem concluir que as empresas emissoras de ADRs gerenciem seus resultados por escolhas contábeis em nível diferente do que o restante das empresas da amostra.

Esta constatação é condizente com o estudo de Lopes e Tukamoto (2007). Em sua pesquisa estes autores analisaram uma amostra de companhias brasileiras registradas na BM&FBovespa e não encontraram indícios que as empresas emissoras de ADRs gerenciem resultados por escolhas contábeis em grau diferente do que seus pares que negociam apenas nos mercados domésticos.

Observou-se a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre os padrões anormais de custos de produção (RPRODAbs) e as acumulações discricionárias em valores absolutos (DAAbs).

Similarmente, foi verificado que os padrões anormais de fluxo de caixa operacional (RFCOAbs) possuem uma relação positiva e significativa com as variáveis DAAbs e DAPos, e negativa e significativa com a variável DANeg.

Estes dados contrastam com a literatura internacional (COHEN, DEY e LYS, 2008; ZANG, 2007) e sugerem que as empresas brasileiras utilizam estas duas

práticas de gerenciamento por decisões operacionais e a manipulação das acumulações discricionárias de maneira complementar, e não como substitutas.

Em relação à Tabela 7, verifica-se que os coeficientes das variáveis *dummies* SOX1ADR e SOX2ADR não apresentam relação estatisticamente significativa com nenhuma métrica de gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Logo, os resultados aqui encontrados não permitem afirmar que a implantação da Lei SOX tenha impactado no nível de gerenciamento por decisões operacionais nas empresas detentoras de ADRs, pelo menos, não de forma diferenciada em relação ao grupo de controle.

Paralelamente, verifica-se que a variável *dummy* SOX1, que procura captar o efeito da Lei SOX sobre todas as empresas da amostra, para os anos de 2002 a 2005, possui uma relação positiva e significativa com os padrões anormais de fluxo de caixa operacional (RFCOAbs) e com os padrões anormais de custo da produção (RPRODAbs). Estes resultados sugerem que, após a Lei SOX, as empresas da amostra como um todo, e não apenas aquelas que possuíam ADRs, aumentaram o nível de gerenciamento de resultados por meio destas duas práticas de decisões operacionais.

Apesar das empresas do grupo de controle não possuírem ADRs e não serem diretamente afetadas pela Lei SOX, a publicidade negativa gerada pelos escândalos contábeis nos EUA pode ter tido efeitos indiretos nesses grupos que levaram à alteração do gerenciamento por decisões operacionais baseadas no fluxo de caixa e nos custos de produção. Nesse sentido, o aumento do rigor das empresas de auditoria, uma maior cautela na aplicação de recursos por parte dos investidores, além da substituição forçada da Arthur Andersen, podem ter gerado receio na

manipulação de resultados mediante escolhas contábeis por parte dos gestores e, assim, levado ao acréscimo do gerenciamento mediante decisões operacionais.

Tabela 7: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por decisões operacionais

$$DEPRM_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 DAAbs_{it} + \beta_5 SOX1_t + \beta_6 SOX2_t + \beta_7 ADR_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} VLRM_{it} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis dependentes		RPRODabs		RSGAabs		RFCOabs	
Variáveis independentes	Relação esperada	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)
SOX1ADR	+	0,010	1,09	0,003	0,56	0,000	0,05
SOX2ADR	+	0,022	1,59	0,013	1,35	-0,006	-0,55
DAAbs	-	0,152	4,11 ***	0,037	1,53	0,625	16,36 ***
SOX1	+	0,020	2,63 ***	0,001	0,24	0,024	3,25 ***
SOX2	+	0,016	1,77 *	-0,000	-0,03	-0,001	-0,25
ADR	+	-0,042	-1,83 *	-0,010	-0,75	0,005	0,47
ROA		0,000	3,07 ***	0,000	2,87 ***	-0,000	-0,51
DIV		0,000	1,84 *	0,000	0,67	-0,000	-0,98
VLRM		0,018	5,27 ***	0,005	2,28 **	0,002	1,75 *
_CONS		0,021	1,06	0,057	4,26 ***	0,033	5,26 ***
<i>Dummies</i> de ano							
Estatisticamente significativo ao nível de:		Obs.	1682	Obs.	1848	Obs.	1882
		F	0,0000	F	0,0001	F	0,0000
*** 1%    ** 5%    * 10%		R <sup>2</sup>	0,1720	R <sup>2</sup>	0,0646	R <sup>2</sup>	0,4424

Em que:

**Variáveis dependentes** (*Proxies* de gerenciamento de resultados por decisões operacionais):

**RPRODabs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAabs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOabs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos.

**Variáveis independentes:**

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **SOX1** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para os outros casos; **SOX2** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é maior ou igual a 2006, e o valor zero caso contrário; **ADR** = variável *dummy* que assume o valor um se a empresa possui ADRs emitidos, e o valor zero caso contrário; **ROA** = taxa de retorno sobre os ativos; **DIV** = índice de endividamento geral; **VLRM** = Valor de mercado da firma *i* no dia 31/12 do período *t*, ponderado pelos ativos totais da firma *i* no final do período *t-1*; **Dummies de ano**: assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.

Observa-se ainda a existência de uma relação positiva, porém fraca estatisticamente, entre os padrões anormais de custos de produção e a variável SOX2.

De maneira semelhante, os resultados evidenciam uma relação negativa, porém fraca estatisticamente, entre a variável *dummy* ADR e os padrões anormais de custos de produção.

A relação entre as acumulações discricionárias, em valores absolutos, e as variáveis dependentes que mensuram os padrões anormais de fluxo de caixa operacional e de custos de produção é positiva e significativa para ambos os casos, condizendo com a análise da Tabela 6.

Com o intuito de facilitar a visualização dos resultados foram elaborados os Quadros 5 e 6, que oferecem um resumo das relações encontradas entre as variáveis mais relevantes.

Variáveis Independentes	Variável dependente: Acumulações discricionárias (DAAbs)		
SOX1ADR	Negativa	(N/S)	
SOX2ADR	Negativa	(N/S)	
RPRODAbs	<b>Positiva</b>	<b>(**)</b>	
RSGAAbs	Positiva	(N/S)	
RFCOAbs	<b>Positiva</b>	<b>(***)</b>	
Não significativa estatisticamente	(N/S)		
Estatisticamente significativa a:	(***) 1%	(**) 5%	(*) 10%

Em que,

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **RPRODAbs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAAbs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOAbs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos.

Quadro 5: Acumulações discricionárias em valores absolutos - Resumo das relações.

O Quadro 5 traz a relação obtida entre a variável dependente DAAbs, acumulações discricionárias em valores absolutos, com as variáveis *dummies* SOX1ADR, SOX2ADR e as três métricas de gerenciamento por decisões operacionais: padrões anormais de custo de produção (RPRODAbs); de despesas com vendas, gerais e administrativas (RSGAAbs); e de fluxo de caixa operacional (RFCOAbs).

Já, o Quadro 6 apresenta a relação obtida entre as variáveis dependentes de gerenciamento por decisões operacionais: padrões anormais de custo de produção (RPROD); de despesas com vendas, gerais e administrativas (RSGA); e de fluxo de caixa operacional (RFCO) com as variáveis *dummies* SOX1ADR, SOX2ADR e a proxy de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, DAAbs

Variáveis independentes	Variável dependente					
	RPRODAbs		RSGAAbs		RFCOAbs	
SOX1ADR	Positiva	(N/S)	Positiva	(N/S)	Positiva	(N/S)
SOX2ADR	Positiva	(N/S)	Positiva	(N/S)	Negativa	(N/S)
DAAbs	<b>Positiva</b>	<b>(***)</b>	Positiva	(N/S)	<b>Positiva</b>	<b>(***)</b>
Não Significante estatisticamente: (N/S)						
Estatisticamente significativa a	<b>(***)</b> 1%		<b>(**)</b> 5%		<b>(*)</b> 10%	

Em que:

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **RPRODAbs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAAbs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOAbs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos.

Quadro 6: Decisões operacionais - Resumo das relações.

## Capítulo 5

### ANÁLISE ALTERNATIVA

O objetivo precípua deste capítulo é avaliar o efeito que a modificação no grupo de controle pode ocasionar nos resultados e, conseqüentemente, evidenciar a importância da escolha deste grupo. Para tal, nesta seção são apresentados os resultados obtidos ao trabalhar com uma amostra alternativa, que possui o mesmo grupo experimental da Amostra Principal, porém, um grupo de controle diferente, composto por mais empresas.

A amostra alternativa, chamada de Amostra B, é formada por todas as empresas da BM&FBovespa, excluídas as instituições financeiras, de seguros e de fundos. Assim, a Amostra B ficou com um total de 593 empresas, sendo 555 no grupo de controle e no grupo experimental as mesmas 38 empresas da Amostra Principal.

Ressalta-se que a Amostra B possui um grupo de controle maior e mais heterogêneo, ou seja, as empresas da amostra alternativa possuem maior diversidade do que as empresas da Amostra Principal.

A seguir, serão apresentados os resultados para a Amostra B. Destaca-se que os modelos econométricos utilizados são os mesmos relatados no Capítulo 3 – Metodologia.

Assim, a Tabela 8 traz os resultados das regressões utilizadas para calcular as acumulações totais (TA), necessárias para estimar o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis.

Tabela 8: Amostra Alternativa - Acumulações totais

Resultado da regressão estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW, SLOAN e SWEENEY, 1995)		
$\frac{TA_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>	<b>TA (Amostra B – 593 empresas)</b>	
Variáveis independentes	Coeficiente	Estat. (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	948,045	1,13
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,120	7,52 ***
PPE <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	-0,020	-1,03
_CONS	-0,041	-4,10 ***
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2668		
Prob > F: 0,000		
R <sup>2</sup> : 0,0834		
Estatisticamente significativa a:	*** 1%	** 5%      * 10%
Em que:		
TA <sub>it</sub> = Acumulações totais da firma i no período t;		
A <sub>i,t-1</sub> = ativo total em t-1;		
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-1;		
PPE <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub> = ativo permanente líquido da firma i no período t (excluindo os investimentos);		
<b>Dummies de ano:</b> assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.		

De maneira semelhante, a Tabela 9 apresenta os resultados das regressões utilizadas para estimar os níveis normais de cada uma das métricas de gerenciamento de resultados por decisões operacionais. Encontra-se dividida em três painéis: o Painel A, para custo da produção; o Painel B, para fluxo de caixa operacional; e o Painel C, para despesas de vendas, gerais e administrativas.

Os resultados apresentados nas Tabelas 8 e 9 foram similares aos obtidos na Amostra Principal. Estes dados foram utilizados para estimar as *proxies* de gerenciamento de resultados.

Tabela 9: Amostra Alternativa - Níveis normais para as métricas de gerenciamento por decisões operacionais

<b>Painel A: Níveis normais de custo da produção.</b>		
$\text{Prod}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t$		
<b>Variável dependente:</b>	<b>Prod<sub>it</sub> (Amostra B – 593 empresas)</b>	
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	- 659,442	-0,64
R <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,711	21,75 ***
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,040	1,87 *
ΔR <sub>i,t-1</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	- 0,013	-0,75
_CONS	0,000	0,01
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2575	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,9039
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
<b>Painel B: Níveis normais do fluxo de caixa operacional.</b>		
$\text{FCO}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{it}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Delta R_{it}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>	<b>FCO<sub>it</sub> (Amostra B – 593 empresas)</b>	
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	- 893,909	-0,44
R <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,071	4,83 ***
ΔR <sub>it</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	- 0,070	-2,81 ***
_CONS	0,032	2,32 **
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2668	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,0355
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
<b>Painel C: Níveis normais de despesas de vendas, gerais e administrativas.</b>		
$\text{SGA}_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{R_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t \text{Dano}_t + \varepsilon_{it}$		
<b>Variável dependente:</b>	<b>SGA<sub>it</sub> (Amostra B – 593 empresas)</b>	
Var. independentes	Coef.	Estat (t)
1 / A <sub>i,t-1</sub>	3977,699	4,03 ***
R <sub>i,t-1</sub> / A <sub>i,t-1</sub>	0,113	7,08 ***
_CONS	0,049	3,80 ***
<i>Dummies</i> de ano		
Observações: 2915	Prob > F: 0,000	R <sup>2</sup> : 0,3895
Estatisticamente significativa a: *** 1% ** 5% * 10%		
Em que:		
<b>Prod<sub>it</sub></b> = custos de produção da firma i no período t; <b>A<sub>i,t-1</sub></b> = ativo total em t-1; <b>R<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = receita líquida da firma i no período t; <b>ΔR<sub>it</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-1 para t; <b>ΔR<sub>i,t-1</sub> / A<sub>i,t-1</sub></b> = variação das receitas líquidas da firma i do período t-2 para t-1; <b>Dummies de ano</b> : assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos; <b>FCO<sub>it</sub></b> = fluxo de caixa operacional da firma i no período t; <b>SGA<sub>it</sub></b> = despesas com vendas, gerais e administrativas.		

A seguir, as Tabelas 10 e 11 apresentam os resultados das regressões que avaliam o impacto da implantação da Lei SOX na estratégia de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras emissoras de ADRs e analisam a relação entre gerenciamento por escolhas contábeis e decisões operacionais.

A Tabela 10 evidencia o comportamento das acumulações discricionárias em valores absolutos, DAAbs, e também a separação das acumulações discricionárias em negativas, DANeg, e positivas, DAPos.

Na Tabela 11, são informados os resultados do gerenciamento por decisões operacionais, por meio da análise das três métricas utilizadas: níveis anormais de custos de produção em valores absolutos (RPRODabs), níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos (RSGAAbs) e níveis anormais de fluxo de caixa operacional em valores absolutos (RFCOabs). A Tabela 10 será analisada em primeiro lugar.

Diferente do encontrado para a Amostra Principal, na Amostra B observa-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a variável *dummy* SOX1ADR e as acumulações discricionárias em valores absolutos (DAAbs) e positivos (DAPos). Isto sugere que, após a primeira fase de implantação da Lei SOX, as empresas que possuíam ADR's reduziram o nível de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis, quando comparadas ao grupo de controle.

É provável que estes resultados não estejam refletindo a diferença entre ter ou não ter ADRs e sim a diversidade de características entre o grupo experimental e o grupo de controle.

Ainda de encontro ao apresentado para a Amostra Principal, na Amostra B, os resultados obtidos não permitem afirmar que exista relação entre as acumulações

em valores absolutos (DAAbs) e os padrões anormais de custos de produção (RPROD).

Tabela 10: Amostra alternativa: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por escolhas contábeis

$$DEP_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 RPRODabs_{it} + \beta_5 RSGAabs_{it} + \beta_6 RFCOabs_{it} + \beta_7 SOX1_t + \beta_8 SOX2_t + \beta_9 ADR_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} DIV_{it} + \beta_{12} VLRM_{it} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis dependentes		DAAbs		DAPos		DANeg	
Variáveis independentes	Relação esperada	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)
SOX1ADR	-	- 0,0305	-2,19 **	- 0,0350	-2,83 ***	0,0225	1,41
SOX2ADR	-	- 0,0143	-1,09	- 0,0321	-1,31	0,0068	0,45
RPRODabs	-	0,0346	1,10	0,0167	0,382	- 0,0450	-0,90
RSGAabs	-	0,0391	0,67	0,0222	0,24	- 0,0254	-0,39
RFCOabs	-	0,3002	8,27 ***	0,4777	9,85 ***	- 0,2899	-4,31 ***
SOX1	-	- 0,0075	-0,88	- 0,0050	-0,30	- 0,0114	-1,03
SOX2	-	0,0012	0,15	0,0104	0,78	- 0,0069	-0,62
ADR	-	0,0227	1,23	0,0396	2,48 **	- 0,0343	-1,07
ROA		-0,0000	-0,17	0,0004	2,13 **	0,0008	2,54 **
DIV		0,0001	4,89 ***	- 0,0001	-0,96	- 0,0001	-3,00 ***
VLRM		0,0073	2,08 **	0,0071	1,63	- 0,0074	-1,47
_CONS		0,0255	2,84 ***	0,0290	2,00 **	- 0,0089	-0,96
<i>Dummies de ano</i>							
Estatisticamente significativa ao nível de:		Obs.	1970	Obs.	952	Obs.	1018
*** 1% ** 5% * 10%		F	0,0000	F	0,0000	F	0,0000
		R <sup>2</sup>	0,2304	R <sup>2</sup>	0,4259	R <sup>2</sup>	0,1858

Em que:

**Variáveis dependentes** (*Proxies* de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis):

**DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **DAPos** = valores positivos das acumulações discricionárias; **DANeg** = valores negativos das acumulações discricionárias.

**Variáveis independentes:**

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **RPRODabs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAabs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOabs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos; **SOX1** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para os outros casos; **SOX2** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é maior ou igual a 2006, e o valor zero caso contrário; **ADR** = variável *dummy* que assume o valor um se a empresa possui ADRs emitidos, e o valor zero caso contrário; **ROA** = taxa de retorno sobre os ativos; **DIV** = índice de endividamento geral; **VLRM** = Valor de mercado da firma *i* no dia 31/12 do período *t*, ponderado pelos ativos totais da firma *i* no final do período *t-1*; **Dummies de ano**: assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.

Os demais resultados encontrados para a Amostra B, na Tabela 10, são semelhantes aos obtidos para a Amostra Principal, Tabela 6.

Em relação à Tabela 11, e diferente do encontrado para a Amostra Principal, na Amostra B, verifica-se a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a variável *dummy* SOX2ADR e os padrões anormais de custos de produção (RPROD). Isto indica que, a partir de 2006, segundo momento da implantação da Lei SOX, as empresas que possuíam ADR's aumentaram o nível de gerenciamento de resultados por decisões operacionais sobre os custos de produção, quando comparadas ao grupo de controle.

Neste caso, também é possível que estes resultados não estejam refletindo a diferença entre ter ou não ter ADRs e sim a diversidade de características entre o grupo experimental e o grupo de controle.

Ainda de encontro ao apresentado para a Amostra Principal, na Amostra B, observou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a variável *dummy* SOX2 e os padrões anormais de fluxo de caixa (RFCO). Isto pode indicar que, no geral, as empresas da Amostra B reduziram seu gerenciamento de resultados por decisões operacionais baseadas no fluxo de caixa a partir de 2006, segundo momento da implantação da Lei SOX.

Também diferente do encontrado para a Amostra Principal, na Amostra B, os resultados obtidos não permitem afirmar que exista relação entre os padrões anormais de fluxo de caixa (RFCO) e a variável *dummy* SOX1.

Os demais resultados encontrados para a Amostra B, na Tabela 11, são semelhantes aos obtidos para a Amostra Principal, Tabela 7.

Tabela 11: Amostra alternativa: Avaliando o impacto da Lei SOX no gerenciamento por decisões operacionais.

$$DEPRM_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 SOX1ADR_{it} + \beta_3 SOX2ADR_{it} + \beta_4 DAAbs_{it} + \beta_5 SOX1_t + \beta_6 SOX2_t + \beta_7 ADR_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 DIV_{it} + \beta_{10} VLRM_{it} + \sum_{t=1997}^{2009} \beta_t Dano_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis dependentes		RPRODabs		RSGAabs		RFCOabs	
Variáveis independentes	Relação esperada	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)	Coef.	Estat (t)
SOX1ADR	+	0,014	1,60	- 0,000	-0,05	0,009	0,80
SOX2ADR	+	0,030	2,26 **	0,010	0,98	- 0,000	-0,03
DAAbs	-	0,083	2,43 **	0,032	1,49	0,544	12,59 ***
SOX1	+	0,031	3,91 ***	0,000	0,07	0,011	1,25
SOX2	+	0,018	2,04 **	0,006	1,12	- 0,020	-2,20 **
ADR	+	-0,040	-1,69 *	- 0,011	-0,84	0,006	0,54
ROA		0,000	2,98 ***	0,000	2,12 **	- 0,000	-1,55
DIV		0,000	1,65 *	0,000	0,97	- 0,000	-1,36
VLRM		0,015	4,80 ***	0,006	2,25 **	0,004	1,83 *
_CONS		0,054	6,39 ***	0,063	11,33 ***	0,062	6,75 ***
<i>Dummies de ano</i>							
Estatisticamente significativa ao nível de:		Obs.	1998	Obs.	2186	Obs.	2220
		F	0,0000	F	0,0005	F	0,0000
*** 1%    ** 5%    * 10%		R <sup>2</sup>	0,1433	R <sup>2</sup>	0,0623	R <sup>2</sup>	0.2877

Em que:

**Variáveis dependentes** (*Proxies* de gerenciamento de resultados por decisões operacionais):

**RPRODabs** = níveis anormais de custos de produção, em valores absolutos; **RSGAabs** = níveis anormais de despesas com vendas, gerais e administrativas, em valores absolutos; **RFCOabs** = níveis anormais de fluxo de caixa operacional, em valores absolutos.

**Variáveis independentes:**

**SOX1ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é igual a 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para outros casos; **SOX2ADR** = variável *dummy* que assume o valor um quando a empresa possui ADRs emitidos e o ano é maior ou igual a 2006, e zero para outros casos; **DAAbs** = valor absoluto das acumulações discricionárias; **SOX1** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é 2002, 2003, 2004 ou 2005, e zero para os outros casos; **SOX2** = variável *dummy* que assume o valor um quando o ano é maior ou igual a 2006, e o valor zero caso contrário; **ADR** = variável *dummy* que assume o valor um se a empresa possui ADRs emitidos, e o valor zero caso contrário; **ROA** = taxa de retorno sobre os ativos; **DIV** = índice de endividamento geral; **VLRM** = Valor de mercado da firma i no dia 31/12 do período t, ponderado pelos ativos totais da firma i no final do período t-1; **Dummies de ano**: assumem o valor um para o ano da variável e zero para os outros anos.

Neste capítulo, foram apresentadas as diferenças de resultados entre a Amostra Principal e a amostra alternativa, Amostra B. Verificou-se que alguns resultados são sensíveis à variação do grupo de controle.

Neste sentido, Lawrence, Minutti-Meza e Zhang (2011) examinaram se as diferenças encontradas em *proxies* para a qualidade da auditoria entre empresas Big4 e empresas não Big4 poderia ser um reflexo das características dos seus respectivos clientes. Utilizando modelos de *matching*, Lawrence, Minutti-Meza e Zhang (2011) encontraram que o fato da empresa de auditoria ser ou não Big4 não provoca efeitos significantes sobre as métricas de qualidade da auditoria e concluíram que as diferenças nestas métricas refletem, em grande parte, as características dos clientes, especificamente, o seu tamanho.

Por este motivo, nos critérios de amostragem da Amostra Principal, buscou-se aprimorar o grupo de controle para obter um conjunto de empresas com características similares. O procedimento utilizado, apesar de simples, parece ter agregado robustez ao grupo de controle e, conseqüentemente, à Amostra Principal.

## Capítulo 6

### CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou identificar o impacto que a implantação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) trouxe na estratégia de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras emissoras de ADRs.

Neste sentido, buscou-se encontrar evidências de que o aumento do rigor da legislação contábil, imposto pela Lei SOX, teria levado as empresas brasileiras emissoras de ADRs a alterarem suas práticas de gerenciamento de resultados, passando a utilizar decisões operacionais como substitutas para o gerenciamento por escolhas contábeis.

Complementarmente, para a amostra como um todo, foi avaliada a relação existente entre as práticas de gerenciamento por escolhas contábeis e por decisões operacionais.

Este estudo foi desenvolvido em duas etapas. Na primeira, foram estimados os níveis de gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais. Na segunda etapa, as métricas gerenciamento obtidas na etapa inicial foram utilizadas para avaliar o efeito da Lei SOX nas empresas brasileiras, em particular, naquelas que possuíam ADRs.

A avaliação considerou a implantação da Lei SOX para empresas estrangeiras em duas fases. A primeira compreende o período de 2002 a 2005. Já, a segunda abrange o período iniciado em 2006, buscando captar o efeito da adesão à seção 404, que trata de controles internos.

Os resultados obtidos não permitem afirmar que a implantação da Lei SOX tenha impactado na estratégia de gerenciamento das empresas brasileiras detentoras de ADRs. Isto é, o nível de gerenciamento por escolhas contábeis e mediante decisões operacionais, nas empresas emissoras de ADRs, não apresentou variação estatisticamente significativa em relação ao grupo de controle.

Avaliando este resultado sob a perspectiva da primeira fase de implantação, pode-se concluir que os mecanismos de *enforcement* impostos pela SOX não possuem a mesma eficácia para as empresas brasileiras emissoras de ADRs do que para as empresas americanas. Esta constatação vai ao encontro da pesquisa desenvolvida por Siegel (2005), que concluiu que o arcabouço legal americano e a ação da *Securities and Exchange Commission* (SEC) não são suficientes para assegurar o cumprimento da legislação por empresas estrangeiras listadas na Bolsa de Nova Iorque.

Entretanto, ao avaliar os resultados da segunda fase de adesão à lei, deve-se ter mais cautela. Se por um lado, estes resultados podem indicar que efetivamente a implantação da seção 404 da Lei SOX não modificou o mix de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras detentoras de ADRs. Por outro, não se podem deixar de considerar outros eventos que ocorreram a partir de 2006 e que também afetaram de forma considerável o ambiente institucional brasileiro. Destaca-se (i) a grande quantidade de *Initial Public Offerings* - IPOs de empresas entrando nos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) a partir de 2006, (ii) o advento da Lei 11638/2007 e (iii) o processo de convergência às normas internacionais.

Adicionalmente, observou-se que as empresas da amostra de uma forma geral utilizam o gerenciamento mediante escolhas contábeis e o gerenciamento

baseado em decisões operacionais sobre o fluxo de caixa e sobre os custos de produção de maneira complementar.

O teste do efeito da modificação da amostra sobre os resultados permitiu verificar a importância do aprimoramento do grupo de controle.

Dentre as limitações do presente trabalho, destaca-se a dificuldade para obtenção de dados completos e a indisponibilidade de uma quantidade maior de observações que permita realizar um estudo mais amplo. Outro ponto que merece atenção é a necessidade de adaptação dos modelos econométricos às especificidades das demonstrações brasileiras.

Sugere-se aprofundar os estudos sobre a estratégia de gerenciamento de resultados como um todo, avaliando tanto a dimensão da manipulação contábil quanto a utilização de decisões operacionais. Nesse sentido, entender a interação entre estas duas dimensões e os incentivos que levam a modificação da composição do *mix* de gerenciamento serão de relativa importância. Buscando, por exemplo, analisar as modificações da estratégia de gerenciamento dentro do ano.

## REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea F.; LIMA, Iran S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002. 373 p.

BANCO JPMORGAN. Depositary Receipts – Quarterly Market Briefing. Second quarter review of DR trading, capital raising and ownership trends. Disponível em: <<https://www.adr.com/Home/LoadPDF?CMSID=043063c951d441e891f7f9c02901158c>>. Acesso em 01 de novembro de 2011.

BAPTISTA, Evelin Maria B. Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados – uma abordagem multivariada. In: INTERNATIONAL ACCOUNTING CONGRESS – IAAER & ANPCONT, 3, 2009, São Paulo. **Anais eletrônicos**. São Paulo: USP, 2009. 1 CD-ROM.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**. v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BARTOV, Eli; COHEN, Daniel A. “The ‘Numbers Game’ in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Eras. **Journal of Accounting, Auditing, and Finance**.v. 24, n. 4, p. 505-534, 2009.

BRASIL. Lei Federal nº 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília: Congresso Nacional, 2007. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm)>. Acesso em 05 de maio de 2010.

BRILHANTE, Maria de F. Almeida. “**Inferência estatística em modelos não gaussianos com recurso a spacings e outras funções de estatísticas ordinais**”. 1999. 165 f. (Doutorado em Matemática, especialidade de Probabilidades e Estatística) - Departamento de Matemática, Universidade dos Açores, Açores, 1999.

BRITES, Valeria de O; FUNCHAL, Bruno; BAPTISTA, Ézio. O efeito da lei Sarbanes-Oxley no acesso ao crédito das empresas brasileiras listadas na Bovespa. In: INTERNATIONAL ACCOUNTING CONGRESS – IAAER & ANPCONT, 3, 2009, São Paulo. **Anais eletrônicos**. São Paulo: USP, 2009. 1 CD-ROM.

CAHAN, Steven; ZHANG, Wei. After Enron: Auditor Conservatism and Ex-Andersen Clients. **The Accounting Review**. v. 81, n. 1, p. 49-82, 2006.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de Resultados Contábeis no Brasil mediante Decisões Operacionais. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30, 2006, Salvador. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

COHEN, Daniel A.; DEY, Aiyasha; LYS, Thomas Z. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods. **The Accounting Review**, v. 82, n. 3, p. 757-787, mai. 2008.

COHEN, Daniel A.; ZAROWIN, Paul. Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings. **Journal of Accounting and Economics**, n. 50, p. 2-19, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Informativo CVM. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base\\_financeira/Secao\\_6\\_ADRS.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financeira/Secao_6_ADRS.pdf)>. Acesso em 27 de julho de 2010.

\_\_\_\_\_. Programas de DR aprovados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 27 de julho de 2010.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n.2, p.235-250, jun. 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN Richard G.; SWEENEY Amy P. Detecting Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, abr. 1995.

DHALIWAL, Dan et al. Internal control disclosures, monitoring, and the costs of debt. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, p. 1131-1156, jul. 2011.

FORMIGONI, Henrique; PAULO, Edilson; PEREIRA, Carlos Alberto. Estudo sobre o gerenciamento de resultados contábeis pelas companhias abertas e fechadas brasileiras. In: CONGRESSO ANPCONT, 1, 2007, Gramado. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R.; RAJGOPAL, Shiva. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. **Journal of Accounting and Economics**. n. 40, p. 3-73, 2005.

HEALY, P.; WAHLEN, J. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Sarasota. n. 13, p. 365-383, dez. 1999.

JONES, Jeniffer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Oxford, v. 29, n.2, p.193-228, 1991.

KANG, Sok-H.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Oxford, v. 33, n.2, p.353-367, 1995.

KIM, Jeong-Bon; SONG, Byron; ZHANG, Liandong. Internal control weakness and bank loan contracting: evidence from SOX section 404 disclosures. **The Accounting Review**, v. 86, n. 4, p. 1157-1188, jul. 2011.

KOTHARI, S.P. Capital markets research in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. n. 31, p. 105-231, 2001.

LAWRENCE, Alastair; MINUTTI-MEZA, Miguel; ZHANG, Ping. Can Big 4 versus Non-Big 4 Differences in Audit-Quality Proxies Be Attributed to Client Characteristics?. **The Accounting Review**. v. 86, n. 1, p. 259-286, jan. 2011.

LEUZ, Cristian Leuz; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**. n. 69, p. 505-527, 2003.

LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; OZAWA, Celina Yumiko; GOULART, André Moura Cintia. Underwriting, Ações, ADR e BDR. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, Renê Coppe (Org.) **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006. cap. 3, p. 68-106.

LOBO, Gerald J.; ZHOU, Jian. Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Inicial Evidence. **Accounting Horizons**. v. 20, n. 1, p. 57-73, mar 2006.

LOPES, Alexsandro B.; TUKAMOTO, Yhurika Sandra. Contribuição ao estudo do "gerenciamento" de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração – RAUSP**. v. 42, n. 1, p. 86-96, mar. 2007. Disponível em: <[http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0080-21072007000100008&lng=pt&nrm=iso](http://www.revistasusp.sibi.usp.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0080-21072007000100008&lng=pt&nrm=iso)>. Acesso em 09 de abril de 2011.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 154 f. (Doutorado em Ciências Contábeis) - Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

\_\_\_\_\_. Novo mercado, auditoria e o gerenciamento de resultados por escolhas contábeis e por decisões operacionais no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9, 2009, São Paulo. Disponível em: <[www.congressusp.fipecafi.org/artigos92009/503.pdf](http://www.congressusp.fipecafi.org/artigos92009/503.pdf)>. Acesso em agosto de 2009.

MENDONÇA, Mark Miranda de et al. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002: uma investigação utilizando dados em painel. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 8, 2008, São Paulo. Trabalhos selecionados. Disponível em: <[www.congressusp.fipecafi.org/artigos82008/452.pdf](http://www.congressusp.fipecafi.org/artigos82008/452.pdf)>. Acesso em agosto de 2009.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia et al. Gerenciamento de resultados e seu impacto no custo de captação das empresas brasileiras. In: CONGRESSO ANPCONT, 2, 2008, Salvador. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

NICHOLS, D. Craig; WAHLEN, James M. How do earnings numbers relate to stock returns? A review of classic accounting research with update evidence. **Accounting Horizons**. v. 18, n. 4, p. 263-286, dez. 2004.

PAULO, Edilson; MARTINS, Eliseu. Análise teórica e empírica dos modelos de estimação dos accruals discricionários nos estudos sobre gerenciamento de resultados contábeis. In: CONGRESSO ANPCONT, 2, 2008, Salvador. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

RODRIGUES, Adriano. Gerenciamento da Informação Contábil: pesquisas empíricas realizadas no mercado norte-americano de seguros. In: ENCONTRO DA ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations. Working paper. Sloan School of Management, 2003. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em 28 de agosto de 2009.

\_\_\_\_\_. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**. v. 42, n.3, p. 335-370, dez. 2006.

SANDRIN, Augusto Regis; SOARES, Rodrigo Oliveira. Gerenciamento de Resultados Contábeis e ADRs na América Latina. In: ENCONTRO DA ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

SANTOS, L. S. R. dos; COSTA, F. M. Conservadorismo Contábil e Timeliness: Evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**. v. 19, n. 48, p. 27 – 36, set-dez. 2008.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons**. Sarasota, v. 3, p. 91-102, dez. 1989.

SIEGEL, Jordan. Can foreign firms bond themselves effectively by renting U.S. securities laws? **Journal of Financial Economics**. v.75, p. 319-359, 2005.

SILVA, Roberta C. de S. N. da. **Análise da performance de longo prazo das ações de empresas brasileiras emissoras de ADR**. 2010. 75 f. (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia e Finanças IBMEC. Rio de Janeiro, 2010.

SILVEIRA, Héber Pessoa da. **Dupla listagem e estrutura de capital: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs**. 2008. 141 f. (Doutorado em Administração) - Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SOUZA E SILVA, Márcio de; GALDI, Fernando Caio. Gerenciamento de resultados: estudo do efeito regulação e eleições presidenciais no mercado de capitais brasileiro. In: ENCONTRO DA ANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos**. 1 CD-ROM.

UNITED STATES. Congress American. Sarbanes Oxley Act of 2002. 30 de julho de 2002. Disponível em: <http://news.findlaw.com/>. Acesso em 09 de junho de 2010.

YU, Wei. **Accounting-based earnings management and real activities manipulation**. 2008. 113 f. (Doctor of Philosophy in the School of Management) - Georgia Institute of Technology, Georgia, 2008.

ZANG, Amy Y. **Evidences on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation**. Working paper. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com>>. Acesso em 09 de janeiro de 2011.