UNIVERSIDADE SAGRADO CORAÇÃO

MURILO CANTU ORTEGA

IMPACTO DO SISTEMA LEGAL E REGULADOR SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO.

BAURU

2013

MURILO CANTU ORTEGA

IMPACTO DO SISTEMA LEGAL E REGULADOR SOBRE O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências Exatas e Sociais aplicadas como parte dos requisitos para a obtenção do título de bacharel em Administração, sob. orientação do Profº Marco Aurélio dos Santos.

BAURU

2013

Ortega, Murilo Cantu

Impacto do sistema legal e regulador sobre gerenciamento de resultados contábeis: Um estudo comparativo / Murilo Cantu Ortega -- 2013.

f.43 : il.

Orientador: Prof. Marco Aurélio dos Santos.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) - Universidade do Sagrado Coração - Bauru - SP

1. Law and finance 2. Gerenciamento de Resultados. 3. Finanças Corporativas. I. Santos, Marco Aurélio dos. II. Título.

MURILO CANTU ORTEGA

IMPACTO DO SISTEMA LEGAL E REGULADOR SOBRE GERENCIMENTO DE RESULTADOS CONTÁBEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências Exatas e Sociais aplicadas da Universidade do Sagrado Coração como parte dos requisitos para a obtenção do título de bacharel em Administração, sob. orientação do Profº Marco Aurélio dos Santos.

Banca Examinadora:

_____

Profº Marco Aurélio dos Santos (Orientador)

USC Universidade Sagrado Coração

_____

Profº Marcelo Fodra

USC Universidade Sagrado Coração

_____

Profº Verônica Scriptore Freire e Almeida

USC Universidade Sagrado Coração

Bauru, _____ de Dezembro do Ano de 2013.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a quem me proporcionou o dom da vida “Deus”

Aos meus queridos pais, em especial a minha mãe que sempre confiou em meu potencial e proporcionou que estivesse aqui.

Aos amigos que me apoiaram, professores, ao ministério universidade renovadas, que tanto auxiliaram em minha formação

Ao querido professor Marco Aurélio, quem me orientou neste trabalho e pelos excelentes ensinamentos.

A querida Renata, pela solicitude e compreensão.

A minha querida avó dona Nena

A todos que confiram em minha capacidade e depositaram e mim a sua confiança

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo analisar os impactos legais sobre 11.660 empresas de grande porte que possuem capital aberto, listadas em 61 países, dentre eles provenientes de common law e civil law. A proposta inicial do trabalho foi identificar se o enforcement legal dos países influencia na prática de gerenciamento de resultados e se os ambientes legais favorecem esta prática. Para alcance do objetivo foram analisados os demonstrativos financeiros das empresas no período de 2002 até 2011. A princípio foi desenvolvido o cálculo dos accruals discricionários para identificação do gerenciamento de resultados. O cálculo dos accruals foi elaborado a partir do modelo de Jones (1991), juntamente foi utilizado um método de regressão para estimar o valor das variáveis independentes e em seguida aplicado um modelo estatístico multinível. Na análise multinível foram considerados três níveis, sendo eles: de tempo, país e firma. Os dados provenientes das amostras foram analisados no Software STATA 12®. Ao decorrer das análises, foram identificados que não há relação entre o enforcement legal e gerenciamento de resultados. Concluindo que há impacto do sistema regulador sobre gerenciamento de resultados das empresas analisadas.

Palavras chave: Law and Finance; Gerenciamento de Resultados; Finanças Corporativas, Contabilidade Financeira.

ABSTRACT

The present study aimed to analyze the legal impact on 11,660 large companies, listed in 61 countries, including from common law and civil law . The initial purpose was to identify whether the legal enforcement of countries influences the practice of earnings management and legal environments favor this practice . To reach the objective, the financial statements of the companies were analyzed from 2002 to 2011. At first, the calculation of discretionary accruals for identification of earnings management was developed. The calculation of accruals was developed from the Jones model (1991), together we used a regression method to estimate the value of the independent variables and then applied a multilevel statistical model . In the multilevel analysis, three levels were considered: time, country and firm. The data from the samples were analyzed in STATA 12 ® Software . The course of the analyzes , have been identified that there is no relationship between legal enforcement and earnings management . We identify impact of the regulatory system on earnings management of the companies analyzed.

Keywords: Law and Finance; Earnings Management; Corporate Finance, Financial Accounting.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 9
1.1 - Problematização da pesquisa 9
1.2 - Pergunta de pesquisa 10
1.3 - Objetivos geral e específico da pesquisa 11
1.4 Justificativa 11

2 – GERENCIAMENTO DE RESULTADOS 13
2.1 Conceito 13
2.2 - Identificação do gerenciamento de resultados 16

3 - LAW AND FINANCE 20
3.1 Conceito 20
3.2 – Características das tradições jurídicas 22
3.3 – Desenvolvimento econômico baseado em tradições jurídicas 23

4 - METODOLOGIA 28
4.1 - Apresentação da Amostra 28
4.2 - Construção das Variáveis 28
4.3 Método e Construção das Equações. 30

5 – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS 32
5.1 – Apresentação da Estatística Descritiva 32
5.2 – Modelo vazio ou nulo 33
5.3 – Resultados da Regressão Multinível com a inclusão de Variáveis de Firma e País. 34

6 – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DA PESQUISA E PROPOSIÇÕES PARA TRABALHOS POSTERIORES. 39

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 41

INTRODUÇÃO

1.1 - Problematização da pesquisa

O principal aspecto que a contabilidade nos proporciona é a demasiada importância quanto à apresentação dos resultados. Entretanto, o resultado é propriamente dito um objeto de análise com relação à tomada de decisões futuras das próprias empresas e / ou de terceiros.

Uma preocupação corrente dentro do contexto organizacional é com relação à qualidade da informação contábil, pois a mesma quando inexistente incorre em efeitos danosos ao ambiente corporativo, assim como para o meio social. Dentro das possíveis consequências da má qualidade da informação contábil, podemos citar que, provoca falsas distribuições de riqueza, aumento de riscos organizacionais, tomada de decisões desfavoráveis a terceiros, possíveis fraudes contábeis e aumento de taxas com base na percepção de risco.

Considera-se que esses aspectos negativos proporcionam maior ineficiência dentro do mercado de capitais. Com base nisto, estabelece a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis, que por sua vez contribui com a geração de maior assimetria informacional, podendo assim comprometer a qualidade da informação contábil, com uma relação estabelecida entre os impactos causados pela estruturação legal (*law and finance)*.

A presente problematização da pesquisa se baseia sobre as influencias e impactos implicados por determinada estruturação legal, sobre a formulação e determinação dos resultados, podendo ou não contribuir para maior ou menor assimetria informacional dentro dos mercados de capitais. Considera-se primeiramente a prática do gerenciamento de resultados, dando embasamento para sua possível prática mais comumente realizada ou não, e sua possível justificativa de acordo com a estrutura legal.

Basicamente é estabelecida uma relação comparativa entre países de direito comum, que possuem maior desenvolvimento econômico e ações voltadas para manutenção de mercado, em contrapartida ao direito civil, que se caracteriza por menor desenvolvimento econômico e maior participação governamental em ações de controle. Entre as diferenças há práticas e / ou manipulações contábeis, porém o seu grau de influência e impacto ainda não foram auferidos e necessitam de identificação.

1.2 - Pergunta de pesquisa

O processo de gestão no decorrer dos anos tem evoluído muito, basicamente em uma ordem histórica dá-se a ênfase a características de ordem clássica, humanísticas e extensões contemporâneas. Entretanto, o principal objetivo das organizações, sempre foi e sempre será o lucro. Para tanto, os mercados procuram se aprimorar e criar técnicas / procedimentos para melhor gerir as empresas.

O trabalho foi evidenciado a partir de empresas com capital aberto presente no mercado de ações. Considerou-se para análise o grau de *enforcement* legal aplicado à mesma, e qual a proporção de impactos causada com relação ao gerenciamento de resultados. Para isso foram analisadas empresas situadas em países que possuem tradições de direito comum e direito civil, pois ambos possuem estruturação legal diferenciada, que por sua vez podem evidenciar de forma significativa o desempenho econômico-financeiro de determinados países, bem como as organizações.

As literaturas sobre gerenciamentos de resultados evidenciam certas diferenças entre as tradições legais e definem que, países de direito comum possuem maior desenvolvimento econômico e ações voltadas para manutenção de mercado, enquanto países de direito civil, se caracterizam por menor desenvolvimento econômico e maior participação governamental em ações de controle.

A partir deste pressuposto, destaca-se que esta pesquisa teve como fundamento de seu desenvolvimento a explicação das estruturas legais de forma comparativa, classificando-as como diferentes entre os países, que com isso provocam certo impacto no ambiente econômico, consequentemente no gerenciamento de resultados. Sendo assim, foi desenvolvido a seguinte pergunta de pesquisa **O grau de gerenciamento de resultados de empresas de capital aberto está associado as características legais e regulatórias do país e das firmas analisadas?**

1.3 - Objetivos geral e específico da pesquisa

O objetivo da pesquisa permeia a análise dos impactos causados pelo nível do *enforcement* legal sobre empresas de capital aberto, presentes em países classificados nas tradições de direito comum e direito civil, com relação aos seus respectivos impactos sobre a prática de gerenciamento de resultados.

Os objetivos específicos abaixo foram utilizados para o atingimento do objetivo geral.

A) Estabelecer o cálculo dos accuals discricionários, determinando o melhor método estatístico para este, de acordo com a realidade e o contexto inserido.
B) Analisar os impactos das leis sobre a divulgação dos resultados das empresas de capital aberto.
C) Desenvolver um comparativo entre a proporção de accuals discricionários das empresas presentes e o possível impacto causado pelas determinantes legais e ou variáveis apresentadas.
D) Classificar níveis de proteção de investidores, acionistas e credores, e através do nível de proteção legal estimar a proporção de gerenciamentos de resultados contábeis.

1.4 Justificativa

Dentro da literatura sobre gerenciamento de resultados, é corriqueira a apresentação de benefícios e malefícios contentes nesta prática, porém é contraditório afirmar com certeza que tal prática pode beneficiar ou prejudicar as organizações, pois não possuímos referencia estatística com evidências comprobatórias que possam afirmar isso, somente há evidencias empíricas. Contudo, faz-se necessário o entendimento desta prática e seus respectivos impactos sobre o *disclousure* contábil das organizações, bem como sua influência sobre a economia local.

Além disso, a preocupação desta pesquisa se baseia na análise das diferentes estruturas legais, voltados à proporção do desenvolvimento econômico. Sendo assim, podemos estabelecer uma discussão sobre o potencial desenvolvimento econômico das determinadas tradições legais, além de elucidar conceitos referentes a posicionamentos de mercado das duas tradições distintas.

Relacionado a aspectos acadêmicos, percebe-se que há vasta literatura sobre os assuntos gerenciamentos de resultados e *law and finance.* Entretanto, existem poucas pesquisas que estabelecem um vínculo entre os dois assuntos. Dessa forma, esta pesquisa contribuirá de forma comparativa às relações entre *law and finance* e gerenciamento de resultados, podendo ser utilizada como base para trabalhos futuros.

2 – GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

2.1 Conceito

Dentro da contabilidade existem variados aspectos importantes, correlacionados e voltados ao ambiente corporativo. Entretanto, segundo (IUDÍCIBUS, 2000), o mais importante é produzir informações a seus usuários e interessados. Essas informações são atingidas através da divulgação de demonstrações contábeis, de forma que o resultado deve buscar ao máximo reduzir a assimetria informacional, que por sua vez pode comprometer ou prejudicar a imagem de determinada organização.

Um conceito que vai além da apresentação de resultados, mas complementa limites acerca de transparência é o disclosure contábil, que segundo Bushman, Piotroski e Smith (2004) tem como atividade reproduzir informações referentes à confiabilidade operacional, à performance financeira, valores organizacionais, risco, níveis de governança e investimentos, creditando credibilidade a informação contábil. Segundo BOTOSAN (1997) o disclosure contábil produz menor assimetria informacional. Para HAIL (2002) causa menor custo de capital próprio, já para FRANCIS et al. (2005) ocasiona menor custo de capital de terceiros.

Em contrapartida ao procedimento de disclosure contábil, há o gerenciamento de resultados, caracterizado pela manipulação dos resultados contábeis, através de discricionariedade contábil ou não, comumente exercida pelos gestores responsáveis de determinada organização, de acordo com Field, Lys e Vincent (2001,p. 260):

> "Gerenciamento de resultados é quando o gestor exerce seu poder discricionário sobre os números contábeis com ou sem restrição. Tal discricionariedade pode ser para maximizar o valor da firma ou ser oportunista".

O gerenciamento de resultados contábeis pode ser entendido como algo extremamente oportunista e ou em função de objetivos particulares, conforme afirma Healy e Whalen (1999, p. 368):

> "O gerenciamento de resultados contábeis ocorre quando o administrador utiliza de julgamento nos relatórios financeiros, para enganar alguns agentes sobre o desempenho econômico da empresa, ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis."

Outra definição entende o gerenciamento de resultados como ato discricionário com o objetivo de elucidar resultados com relação ao desempenho das empresas, conforme a seguir:

> "Padrões contábeis permitem uma discricionariedade gerencial na aplicação de métodos contábeis usados para reportar o desempenho das empresas. Quando esta discricionariedade é usada com a intenção de manipular resultados reportados, ela é chamada de gerenciamento de resultados." (RICHARDSON 2000, p. 325)

Dentro do conceito de manipulação de resultados, sabemos que, o gerenciamento de resultados tem sua razão baseada na tomada de decisão expressamente voltada aos interesses de terceiros, investidores, acionistas, entre outros, mas como ato oportunista, tem por objetivo interesses particulares, no que incorre em manipulações favoráveis ou não a quem o pratica. Tais manipulações não devem ser confundidas a fraude contábil ou quaisquer outros tipos de formas com intenção de "burlar" bases legais ou proporcionar o não cumprimento do regime contábil aplicado bem como seus princípios.

Para tanto Dechow e Skinner (2000) e Martinez (2001), definem no quadro a seguir, as principais diferenças entre fraude contábil e gerenciamento de resultados.

Quadro 1 – Possíveis motivações para gerenciamento de Resultados.

Decisões contábeis "Puras"	Decisões com impacto no fluxo de caixa
"Gerenciamento" dos resultados contábeis	
De acordo com as Normas/Princípios Contábeis	**Práticas Aceitáveis**
Contabilidade "Conservadora"	**Visando Reduzir Fluxo deCaixa Líquido**
a) Reconhecimento muito elevado de provisões; b) Aceleração das despesas de depreciação; c) Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança.	a) Retardar vendas b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade, treinamento e P&D. c) Aumentar Despesas de natureza não-operacional (Banquetes, Bingos, Doações)
Contabilidade "Agressiva"	**Visando Aumentar Fluxo de Caixa Líquido**
a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização. c) Reconhecimento de receitas durante a produção.	a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda & publicidade, treinamento ou P&D; c) Aumentar Receitas não-operacionais pela venda de Ativos da empresa.
Contabilidade Fraudulenta e Práticas Inaceitáveis	
Que violam as Normas/Princípios Contábeis	**Práticas Inaceitáveis**
a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data de realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.	a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos lançados.

Fonte: Martinez (2001)

As formas de se manipular resultados por meio de gerenciamento de resultados, pode ser de forma discricionária ou não. Dentro das diversas técnicas de gerenciamentos de resultados, abaixo é destacado as mais comuns dentro do regime de competência:

> a) mudanças de procedimentos contábeis (associados a eventos e situações); b) uso de elementos discricionários do fluxo de caixa, como acelerar ou retardar recebimento de vendas, gastos com P&D e com publicidade, outros gastos discricionários (forma operacional); c) ajustes contábeis discricionários em relação ao regime de competência (específicos do tipo elevação ou redução de previsão para devedores duvidosos, reconhecimento antecipado de receitas; ou efetuados de forma genérica). (DECHOW, SLOAN E SWEENEY, 1995)

Os posicionamentos do gerenciamento de resultados em reportar o desempenho organizacional, podem ser classificados como positivos, negativos ou constantes quanto a apresentação de resultados (lucro ou prejuízo). Na apresentação de resultado positivo e / ou apresentação maior de lucro, podemos afirmar que as empresas se preocupam em não reportar prejuízos, a fim de manterem sua credibilidade no mercado. Para Burgstahler e Dichev

(1997), “as firmas evitam anunciar resultados com pequenos prejuízos, pois esses enviam um sinal de desempenho pobre; o preferível é realizar um pequeno lucro em reportar prejuízos”.

Além da preocupação em não apresentar prejuízos, existe a preocupação tanto em aumento do preço das ações Verrecchia (1983); Healy e Whalen (1999) e Field, Lys e Vincent (2001), como também por pressão acionária, Martinez (2001, p. 1) e Andrade e Rossetti (2006, p. 204).

Em contrapartida, há o procedimento de reportar ao mercado a piora do resultado ou prejuízo, essa prática ocorre em função da organização não ter condições da apresentação de lucros e por esse motivo adota a prática de piorar o resultado almejando lucros futuros maiores. Segundo Healy (1985) esse posicionamento se define como *(take a bath)*.

Com relação à manutenção de lucros constantes, entende-se que há uma relação mercadológica envolvida, com respeito à volatilidade, que determinada organização produz a seus acionistas e investidores considerando seu devido risco pelo tal. Portanto, essa manutenção do resultado definimos como *Income Smoothing* ou alisamento de resultados, que se expressa a seguir de acordo com Stolowy e Breton (2000), “Income Smoothing tem como objetivo a produção de fluxos de crescimento de lucros estáveis”. A apresentação constante de lucros, proporciona a organização a atração maior de investidores e também o menor custo de capital de terceiros, devido a menor existência de risco, mas ao longo prazo há uma relação de aumento do custo do capital no futuro (Antonio Martinez e Miguel Castro, 2009).

2.2 - Identificação do gerenciamento de resultados

A identificação do gerenciamento de resultados é classificada pela análise estatística dos accruals ou acumulações, com orientação em seus lançamentos dentro do regime de competência contábil e regime de caixa. Basicamente os “accruals” se definem como uma relação temporal ou um espaço temporal estabelecido entre o fluxo de caixa operacional e o lucro líquido determinado pela identificação de despesas e receitas. A análise dos accruals parte de dois pressupostos:

a) Accruals discricionários: em suma, utilizados para o gerenciamento de resultados, são uma proxy do mesmo.

b) Accruals não discricionários: classificados pela ordem natural dos negócios.

A principal e primeira problemática encontrada na apuração dos accruals discricionários, para identificação de possível prática de gerenciamento de resultados, está entre a separação dos accruals discricionários e não discricionários, pois diante de uma classificação errada compromete-se toda a credibilidade da pesquisa, podendo até mesmo identificar gerenciamento de resultados onde não há.

Dentro da literatura estatística foi identificado que os modelos estatísticos para análise dos accruals foram desenvolvidos a partir do Modelo de HEALY (1985), onde utilizava-se os valores totais dos accruals, estimado pela média das apropriações totais, consequentemente considerando os accruals não discricionários, e assim podendo comprometer a análise, conforme segue o modelo na figura 1:

Figura1: Modelo de cálculo de Healy

Modelo de HEALY (1985)

$NAD_t = \sum_t AT_t/T$

$AD_t = AT_t - NAD_t$

AT : Acumulações Totais (*Total Accruals*)
NAD : Acumulações Não-Discricionárias (*Non Discretionary Accrual*)
$t = 1, 2, \ldots T$ é o número de anos utilizados para estimar os NDA

A partir deste modelo é identificada a importância de se utilizar regressões para melhor identificar os valores dos accruals discricionários, controlando os accruals não discricionários. Seu inicio se deu com o modelo de Jones (1991), que basicamente estima os valores dos accruals não discricionários baseado nos valores dos ativos imobilizados, das receitas e depreciação, e pela diferença estima os accruals discricionários. Jones, 1991 define o modelo como:

> The Jones model uses changes in revenues from period t-1 to t and period t gross plant, property, and equipment to predict total accruals, as follows (JONES, 1991, p. 211).

Por este motivo o modelo apresenta fortes indícios de erros de classificação com relação às suas variáveis analisadas, por utilizar um conjunto de parâmetros ao invés de utilizar somente estimativas especificas. A seguir é apresentado seu modelo:

Figura 2: Modelo de Cálculo dos Accruals segundo Jones (1991)

Modelo de JONES (1991)

$AT_{it} = \alpha\ (1/A_{t-1}) + \beta\ (\Delta Receitas_{it}) + \gamma\ (At.Imob_{it}) + \varepsilon_{it}$
$NAD_{it} = \alpha\ (1/A_{t-1}) + \beta\ (\Delta Receitas_{it}) + \gamma\ (At.Imob_{it})$
$AD_{it} = AT_{it} - NAD_{it}$

$\Delta Receitas_{it}$ = receitas oper. Líquidas no ano t menos receitas no ano *t–1* escalado pelos Ativos de *t–1*;
At.Imob : Ativo Imobilizado no t;
A_{t-1}: Ativos totais em *t* a *t–1*;
α, β, γ = coeficientes estimados por regressão.

O modelo modificado de Jones (1995) apresentado na figura 3 dá-se ao motivo de possíveis correções ocorridas dentro do período das contas a receber, a fim de proporcionar um devido ajuste dentro das receitas totais, o que o modelo anterior não contemplava. DECHOW, SLOAN e SWEENEY (1995) comparam os cinco modelos usualmente utilizados para estimar AD e concluem que o modelo de JONES (na sua versão modificada) oferece os melhores resultados. Entretanto, no mesmo trabalho os autores reconhecem que nenhum dos modelos oferece um método forte de estimativa.

Figura 3 – Modelo Jones modificado (1995).

$$AND_t = \alpha_1\left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \alpha_2(\Delta RT_t - \Delta CR_t) + \alpha_3(AP_t),$$

onde:

ΔCR_t = Incremento no período t de Duplicatas a Receber, transformado pelos ativos totais do início do período.

Conforme Martinez (2006), o melhor modelo a ser utilizado (no Brasil) é o desenvolvido por Kang & Sivaramakrishnan (1995), por analisar todos os problemas identificados nos outros modelos, considerando todas as variáveis ao contrario dos demais modelos. O modelo conta com a inclusão de despesas operacionais na análise, e também a análise de possíveis manipulações no contas a receber que possam ocorrer dentro do período

da análise, operando especificamente com as contas de balanço, incluindo também a previsão dos ativos e passivos circulantes, e com isso proporcionando um resultado mais acurado.

Figura 4 – Modelo desenvolvido por Kang &Sivaramakrishnan (1995)

Modelo KANG & SILVARAMAKRISHNAN (1995)

$$AT_{it} = \phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Desp_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}] + \varepsilon_{it}$$
$$AD_{it} = AT_{it} - \{\phi_0 + \phi_1 [\delta_1 Rec_{it}] + \phi_2[\delta_2 Des_{it}] + \phi_3[\delta_3 At.Imob_{it}]\}$$

AT_{it} = *Acumulações Totais* = (CGL – Depreciação & Amortização$_t$)
Rec_{it} = Receita Líquida (excluindo tributação)
$Desp_{it}$ = Custos e Despesas Operacionais antes da Depreciação & Amortização
CGL = Capital de Giro Líquido excluindo as disponibilidades, financiamentos de curto prazo e provisão de Impostos a Pagar
$At.Imob_{it}$: Ativo Imobilizado e Ativo Diferido
$C.Receber_{i,t-1}$ = Contas a Receber no período *t–1*
$DEPREC_{i,t-1}$ = Despesas de Depreciação

$\delta_1 = C.Receb_{i,t-1}/Rec_{i,t-1}$, onde AR (contas a receber)
$\delta_2 = (\Delta CG - CRec_{it}) / Desp_{i,\,t-1}$
$\delta_3 = DEPREC_{i,t-1}/A.Imob_{i,t-1}$

Rec_{it}, $Desp_{it}$, $At.Imob_{it}$, essa variáveis são escaladas em termos de ativos totais.

Dentro da literatura estatística analisada, encontramos a classificação dos modelos em relação a seus resultados, porém é necessário a adequação do modelo ao contexto das amostras que serão utilizadas. Portanto conclui-se que além de todos os modelos não apresentarem forte estimativa, devem ser observadas as demais variáveis, para identificação do modelo mais adequado.

3 - LAW AND FINANCE

3.1 Conceito

O conceito de leis e finanças é estabelecido sob uma relação entre a aplicação legal de determinado país ou região, com seu respectivo impacto proporcionado sobre o desenvolvimento financeiro. É determinado através de parâmetros que vinculam a estrutura legal, no que diz respeito à proteção de investidores, acionistas e credores, com parâmetros de mercado. Ou seja, considera-se que há uma relação causal entre a forma que se estabelece o cumprimento legal estabelecido pelos direitos, com o proporcional efeito sobre o desempenho econômico.

Com relação à estruturação legal, consideram-se suas influências, suas origens legais e suas respectivas famílias legais, a fim de analisar ou mesmo entender o desempenho econômico proporcionado e / ou impactado pela mesma. Entretanto, faz-se necessário o entendimento a fundo do principio das estruturas legais determinantes.

As estruturas legais se dividem em duas principais tradições jurídicas, o direito civil e direito comum. As tradições se caracterizam por suas famílias legais, com sua definição baseada em seu aspecto histórico, que enaltecem os parâmetros destacados conforme a seguir:

> (1) pano de fundo histórico e desenvolvimento do sistema legal, (2) as teorias e as hierarquias das fontes do direito, (3) a metodologia de trabalho dos juristas nos ordenamentos jurídicos,(4) as características dos conceitos jurídicos empregados pelo sistema, (5) as instituições legais do sistema, e (6) as divisões da lei empregue dentro de um sistema. (Glendon,Gordon e Osakwe 1994, pp 4-5).

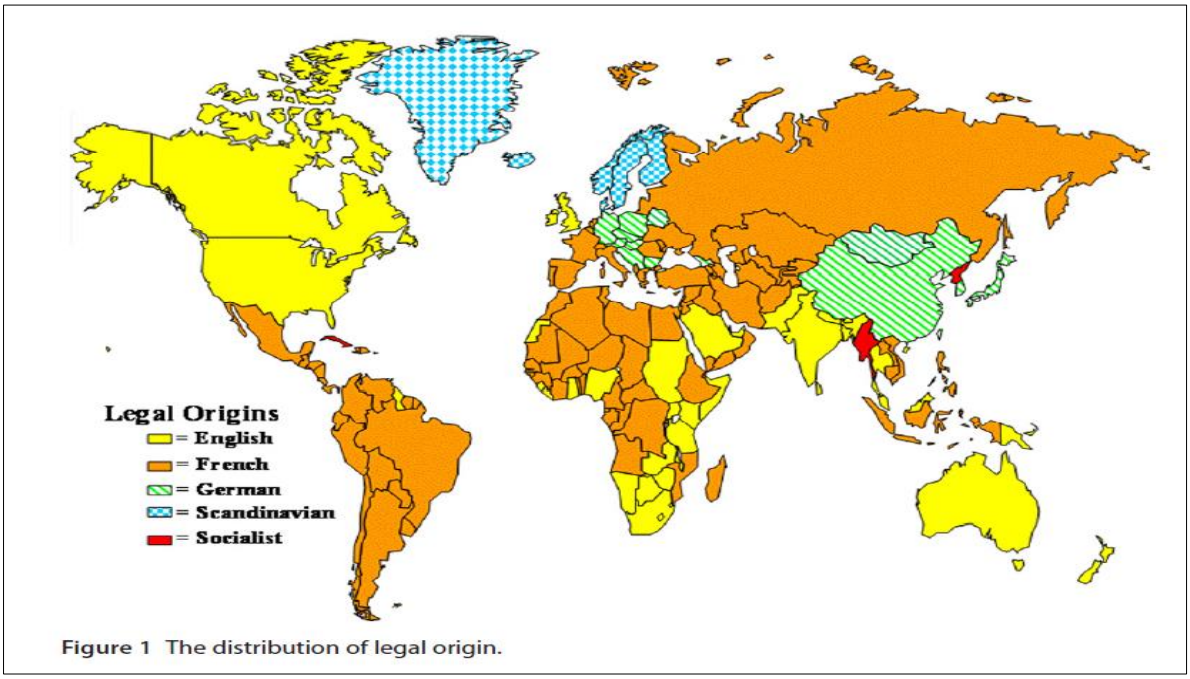
Com respeito à tradição civil, destacamos sua origem no direito romano, que de acordo com (Merryman 1969), utiliza-se de leis, códigos e estatutos como princípio de seu ordenamento jurídico. Há também alta dependência dos juristas para determinação e formulação de leis, esta tradição geralmente é classificada com alto formalismo judiciário.

Tal tradição se divide em três famílias legais, sendo elas, o Francês, o Escandinavo e o Alemão. As duas últimas influências se destacam por possuírem maior aplicabilidade legal. Dentro das famílias legais, teve maior dispersão a família legal Francesa, inclusive utilizada como fonte para outras estruturas legais.

O direito comum tem sua origem baseado no direito Inglês, originário em decisões deliberadas nos tribunais do Reino Unido. Seu principal ordenamento jurídico permeia o uso de jurisdição. Utiliza também os códigos, leis e estatutos, porém como ordenamento secundário, assim como o direito civil utiliza também a jurisprudência. É classificado por ter maior independência jurídica com relação a seus juristas e maior aplicabilidade e / ou dinamização ao contexto jurídico, possuem também maior flexibilidade na aplicação de normas e no cumprimento de contratos.

A distribuição das principais tradições jurídicas ao redor do globo tem maior influência à lei civil Francesa, devido a sua utilização como fonte inspiradora para a criação das tradições de demasiados países, mas há também grande predominância do direito comum, a seguir na figura 1, é explícita esta distribuição.

Figura 5: Distribuição de Origem Legal.



Fonte: Retirado do artigo La Porta et al. (2013)

3.2 – Características das tradições jurídicas

É importante elucidarmos que existem características particulares para cada tradição jurídica, cada qual, com sua devida influência origem legal e devida proporção de seus respectivos impactos. Dentro das duas tradições existentes, La Porta et al. (2008) destaca as principais diferenças jurídicas existentes entre elas conforme abaixo:

> (i) nos países da lei comum, os juízes são mais independentes do governo, isso favorece a proteção da propriedade privada contra a expropriação estatal.
>
> (ii) Regras legais em países de lei comum são mais adaptáveis a um ambiente em constante mudança por causa da capacidade dos juízes de direito comum para fazer a lei através de precedentes.

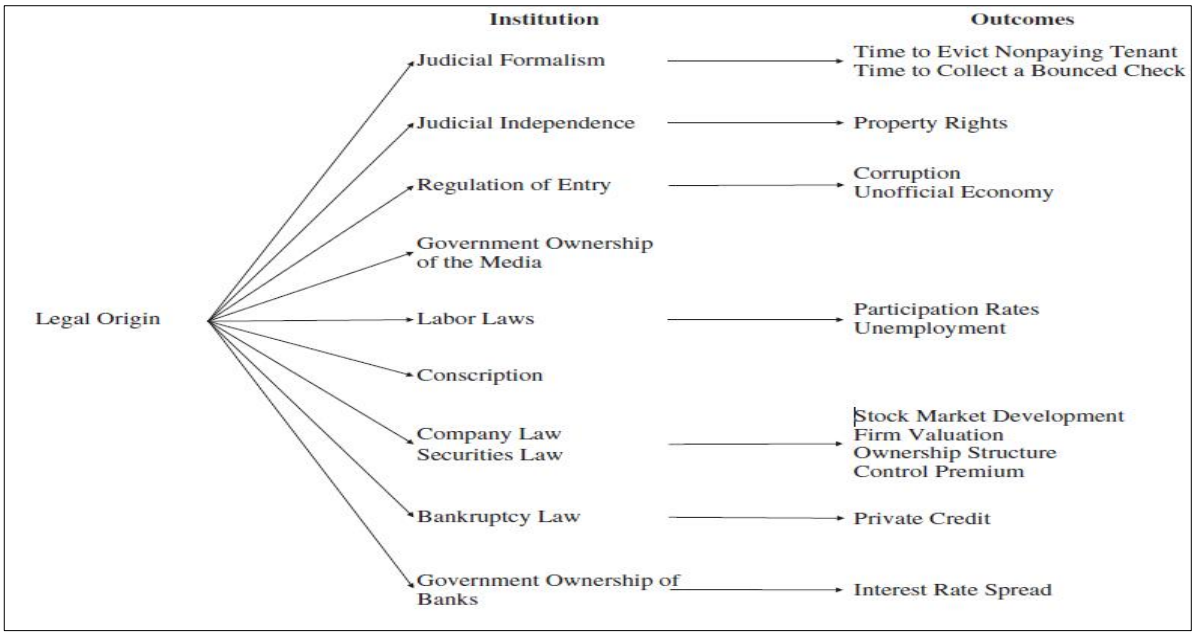
Com relação ainda as diferenças entre as tradições, La Porta (2013) ainda define que:

> Ambos os sistemas buscam um equilíbrio entre a desordem privada e abuso do poder público. Mas eles procuram de diferentes maneiras: a lei comum por escorar os mercados, direito civil, restringindo-os ou mesmo substitui-los com os comandos do estado.

Além da posição favorável aos países de lei comum com relação ao mercado e o próprio desenvolvimento financeiro, La Porta et al. (1997) destaca que "os países de direito comum têm maiores mercados financeiros." Vinculados a este fato, também possuem maior crescimento econômico (Mahoney, 2001).

A posição determinante de cada sistema legal pode implicar em fatores que beneficiem ou prejudiquem determinado país ou região. Com relação às consequências potenciais das leis, por sequência de suas origens, La Porta (2013), nos evidencia a partir do quadro 3.

Quadro 3: Origens legais, instituições e resultados



Fonte: Retirado do artigo La Porta et al. (2013)

3.3 – Desenvolvimento econômico baseado em tradições jurídicas

Correlacionados ao desenvolvimento financeiro, a estrutura legal exibe forte influência, caracterizado por sua tradição jurídica. Conforme (Demirgüç¸ - Kunt e Maksimovic, 1996, 1998, La Porta et al., 1997, 1998), nos atentam a importância dos sistemas legais com respeito ao desenvolvimento econômico. As leis ou a estruturação legal influenciam de forma extremamente significante dentro dos mercados, sendo elas responsáveis pelo estímulo de mercado, ou até mesmo pela criação de demandas a fim de regular o crescimento econômico. La Porta et al. nos evidencia que quando os direitos são adequadamente protegidos pelo regime legal, os investidores estão mais inclinados a participarem mercados públicos, incentivando assim o desenvolvimento de mercados financeiros e dispersão da propriedade ampliação.

Demirgüç, - Kunt e Levine (1999) ainda define que há uma relação com objetivos distintos entre a lei comum e a lei civil com aspectos relacionados ao estimulo de mercado, conforme abaixo:

> "(...) Enquanto os países com uma tradição do direito civil tendem a ter sistemas pouco desenvolvidos financeiramente, sistemas de direito comum criam incentivos para sistemas baseados no mercado que estão relacionados positivamente para a criação de riqueza."

Sendo assim, é de fácil entendimento que, há uma relação causal estabelecida por meio do impacto legal sobre o desenvolvimento econômico. Com respeito ao desempenho econômico, ressaltamos a importância com relação à proteção exercida pela lei em favor dos investidores, que segundo La Porta (2013) define que a proteção dos investidores está associada com mercados financeiros mais desenvolvidos.

Aghion e Bolton (1992) defendem a ideia de que a proteção dos investidores dentro do mercado financeiro está associada ao ponto de vista contratual das empresas vinculado ao fato de aplicação legal das relações contratuais. Sobre a proteção dos investidores, no conceito de *law and finance* é estabelecida uma separação entre as tradições jurídicas, pois ambas adotam procedimentos distintos relacionados ao nível de proteção do investidor, cada qual com seu nível de proteção adequado com sua real necessidade.

La Porta et al. (1998) separa as três famílias legais referentes a tradição civil por aspectos protecionistas, e define que países inspirados nas tradições Alemãs e Escandinavas possuem maior proteção dos investidores, enquanto países inspirados na tradição Francesa possuem menor proteção ao investidor. Com relação ao ambiente legal comum, La Porta et. al. (1998) define que caracteristicamente oferece maior proteção legal ao investidor do que os ambientes civis.

É evidente a importância da proteção dos investidores com relação ao desempenho econômico das regiões, principalmente de ambientes que possuem tradição comum, pois estão extremamente voltados ao mercado. Dessa forma, a preocupação maior é na atração dos investidores para melhor estimular os mercado e proporcionar assim o crescimento econômico almejado. La Porta et al., 2000), define que: "we focus on investor protection as a significant determinant of earnings management activity around the world." Com relação ao gerenciamento de resultados, podemos estabelecer um parâmetro interligado ao nível de proteção do investidor com base em sua estruturação legal estabelecida, classificando os

níveis de gerenciamento de acordo com o nível de proteção legal. Sendo assim, Leuza, Nandab, Wysocki (2001) estabelece uma relação negativa entre a proteção legal do investidor e o gerenciamento de resultados, pois com a manutenção dos benefícios privados de controle e a forte proteção dos investidores, incidem em maior gerenciamento de resultados. Isso ocorre pelo fato de ter de esconder os benefícios de controle, a fim de não confrontar penas altas. Em contrapartida, no mesmo trabalho, defendem hipótese parecida relacionada ao nível de proteção mais fraca, conforme a seguir.

> "That earnings management is more pervasive in countries where the legal protection of outside investors is weak, because in these countries insiders enjoy greater private control benefits and hence have stronger incentives to obfuscate firm performance". (LEUZA, NANDAB E WYSOCKI, 2001)

Ainda analisando esta pesquisa, foi evidenciada a partir das amostras estatísticas a proporção correlacionada a maior gerenciamento de resultados, implicando em menor proteção dos investidores. Portanto, define que a fraca proteção legal e os benefícios privados de controle, contribuem para o gerenciamento de resultados contábeis. La Porta et al 1998 ainda destaca que a má proteção do investidor implicará como substituto a concentração de propriedade acionaria das empresas. Além disso, Vishny, (1986); Shleifer e Wolfenzon, (2002) e Zingales (1994, 1995) defende que a fraca proteção ao investidor geralmente incorre em concentração de propriedade.

Além da proteção legal do investidor, destacamos a importância sobre o nível de proteção com relação a credores e acionistas. O nível de proteção legal dos acionistas é medido primeiramente por seus direitos, ou seja, a garantia que o mesmo será resguardado ou mesmo entregue seus respectivos direitos. No que diz respeito aos direitos dos acionistas podemos listar que são: direito a voto, votos cumulativos, contestação de decisões deliberadas pela alta gerência, preferência a compra de ações antes do lançamento no mercado, recebimento de dividendos, etc.

O estabelecimento de proteção ao acionista é classificado de acordo com as normas de contabilidade de cada país. La Porta et al. (1998) afirma que em média geral, todos os países do mundo oferecem pouco aparato legal para proteção dos acionistas. Essa afirmativa é declarada devido ao fraco impacto econômico causado pelos acionistas nas organizações, ainda assim, variados países se preocupam com a distribuição de dividendos obrigatórios.

Entrelaçados a esse contexto La Porta et al. 1998 considera ainda que o direito ao dividendo obrigatório pode ser um substituto legal para a fraqueza de outras proteções de acionistas minoritários, podendo desta forma apresentar mais uma evidência em explicação para a não proteção dos acionistas. Mas, ainda em contrapartida Doidge, Karolyi e Stulz, 2007 destaca que a proteção dos acionistas proporciona maior liquidez de mercado. Em sequência Aggarwal et al.(2009) define que a proteção dos acionistas tendem aumentar a valorização das empresas.

Segundo La Porta et al 1998, dentro das tradições jurídicas de direito comum e direito civil, existe maior proteção legal com relação ao ambiente comum. O ambiente civil se difere por suas famílias legais distintas, porém ainda é classificado com fraca proteção legal do acionista. Seguindo a mesma linha de pensamento Djankov et al. (2007) defende que:

> "Maior renda per capita está associada à melhor proteção ao acionista e credor, cobrança de dívidas mais eficientes, e menor propriedade estatal dos bancos. Direito Civil é geralmente associado com menor proteção acionista e credor, a aplicação da dívida menos eficiente e maior propriedade estatal dos bancos".

Djankov (2007), especificamente define a ineficiência do desenvolvimento econômico da tradição civil, possivelmente causados por politicas governamentais de controle e a exclusão da manutenção dos mercados. Apesar dos ambientes legais não se atentarem de forma significativa com relação à proteção do acionista, Alves e Ferreira (2011), defendem que os direitos dos acionistas são fatores determinante sobre a estrutura de capital, que por sua vez tem extrema relevância para o desempenho e manutenção organizacional.

Portanto, há uma causalidade de forte relevância para com gerenciamento de resultados, pois a forma que se estabelece a estrutura de capital é por meio da distribuição das fontes de recursos tanto de acionistas como de terceiros. A distribuição das fontes de recursos por sua vez pode ser manipulada ou evidenciada de forma oportunista, através de discricionariedade, podendo assim influenciar o gerenciamento de resultados sobre determinantes de estrutura de capital.

O nível de proteção dos credores também é estabelecido mediante a proporção de proteção dos direitos. De acordo com Hart (1995), a relação de um credor diante de uma empresa inadimplente se estabelece por meio de liquidação e reorganização, que possibilita ao credor o direito de reaver, liquidar ou manter a garantia em decorrência de *default* do

empréstimo. Conforme afirma La Porta (1998), comparados à proteção legal dos acionistas, a relação de proteção da estruturação legal dos países com os credores se põe em vantagem. Em conformidade com a proteção dos acionistas, o nível de proteção dos credores na tradição comum é mais forte, enquanto na tradição civil é mais fraco, destacando as famílias de origem Alemã, que possuem um grau de proteção um pouco maior comparado às demais famílias da tradição civil. La Porta et al (1998) ainda afirma que:

> "Direitos de credores são, no mínimo, mais fortes em países mais pobres do que nos países mais ricos, talvez porque países pobres adaptam suas leis para facilitar empréstimos garantidos por falta de outras oportunidades de financiamento."

Segundo Aghion e Bolton, (1992), o principal aspecto da garantia de direito do credor se baseia na melhoria no fluxo de capitais de dívidas das empresas. Sendo assim, a proteção legal se ampara sobre o desempenho dos mercados de dividas estabelecidos entre as empresas, como Djankov et al (2007) também menciona que a proteção legal tem objetivo de aumentar o tamanho e ou incentivar dos mercados de dívida.

4 - METODOLOGIA

4.1 - Apresentação da Amostra

O desenvolvimento das amostras a seguir apresentadas, foram retiradas do trabalho cientifico desenvolvido por SANTOS (2013).

De acordo com o desenvolvimento do trabalho foram adequadas as variáveis de firmas e países, a fim de analisar se o desempenho econômico dos países está relacionado à prática de gerenciamento de resultados e se a sua origem legal possui influencia sobre tal fato. As amostras são apresentadas a seguir.

Foram escolhidos aleatoriamente 61 países retirados da base de dados do sistema *Datastream Worldscope*. Foram utilizados somente 50% dos países que a base de dados possui (119), devido a problemas ocasionado pelo alto numero de dados.

Foram separadas as firmas por países, em seguida foram levantados os dados financeiros por meio dos demonstrativos contábeis obrigatórios. O período de observação da base de dados dos países se deu entre o ano de 2002 a 2011, sendo que, efetivamente a análise foi feita entre os anos de 2003 até 2011.

O número de empresas / firmas analisadas no período considerando as exclusões por motivos de não adequação à análise estatística foi de 11.660 empresas, tendo na base de dados analisada um total de 67.906 observações (firmas / ano).

As empresas listadas acima foram retiradas do sistema Datastream Worldscope, por possuírem estrutura de grande porte e capital aberto, portanto o estudo limitou-se somente a instituições de capital aberto dentro dos países determinados.

4.2 - Construção das Variáveis

A partir do demonstrativo de resultados das empresas presentes nos 61 países apresentadas na amostra, deram-se início a construção das variáveis. Para o cálculo baseado na estimativa dos accruals discricionários, foi utilizado o modelo de Jones (1991). O cálculo

inicia-se primeiramente com a apuração do Accrual total das empresas listadas na amostra. Segundo Jones, a apuração dos AT se dá em inicio na identificação do valor do CCL (Capital Circulante Líquido) que é dado na expressão a seguir: (AC – PC / AT).

Para esta estimativa, foram segregados os dados de firma listados no cálculo e a partir da equação foram identificados os valores referentes ao Accrual total das firmas.

Em seguida, foram estimados os valores referentes aos acrruals não discricionários conforme o modelo de Jones (1991). Foram segregados os parâmetros referentes ao (Ativo Total), analisados as variações das receitas de vendas (REC) de um ano para outro, variações do permanente (PPERM). Os parâmetros foram estimados dentro de um ano t menos os valores do ano t-1, com isso estimam-se somente os valores referentes à variação.

A partir desses cálculos, identificamos as variáveis explicadas sendo Accruals totais e as variáveis explicativas como Ativos totais, REC e PPERM. Para a identificação dos valores dos parâmetros das variáveis explicativas, foi utilizado a regressão de dados, por considerar dados transversais e proporcionar valores mais acurados.

Sendo assim, a partir dos valores das variáveis explicativas foi possível identificar as o valor dos accruals não-discricionários. O próximo passo para identificação dos Accruals discricionários, foi dado pela diferença entre o valor do Accrual total e Accrual não-discricionários, assim concluindo o cálculo dos Accruals segundo o modelo de Jones para as firmas analisadas dentro do período amostral.

Através das demonstrações financeiras das empresas mencionadas dentro do período de 2002 até 2011, foi elaborada a variável de firma. Os dados retirados da base de dados Datastream Worldscope pertinentes à elaboração da variável foi o apresentado a seguir:

a) Valor de mercado da firma (logaritmo natural do tamanho de mercado da firma em questão)

Para elaboração da variável de controle de firma, foi utilizado somente o dado em referencia acima, com a intenção de não proporcionar viés na elaboração da análise. Ainda assim, a utilização do logaritmo natural do tamanho de mercado da firma foi devido à padronização da variável, em decorrência do alto desvio padrão que proporcionaria, podendo assim, incorrer em uma análise incoerente dos resultados.

Com relação a variável de país, foi estabelecido um parâmetro para identificação dos níveis de desenvolvimento e por seguinte a segregação dos mesmos. Para identificação dos níveis de desenvolvimentos e posterior segregação dos níveis por países analisados, foi utilizado a variável de indicação do padrão de desenvolvimento GCI (Global Competitiveness Index) ou Índice Global de Competitividade desenvolvido pelo World Economic Fórum.

Os dados apurados para o desenvolvimentos das variáveis de firma e país foram levantados do sitio do World Economic Forum, com base nos dados para construção do Indice GCI.

Quadro 1: Lista de Variáveis ao Nível de Firma usadas neste estudo.

Código World Ec. Forum	Nome do Item	Escala	INDICE
1.01	PROPERTY RIGHTS	1-7 Best	PROP
1.02	INTELECTUAL PROPERTY PROTECTION	1-7 Best	INTELECTPROP
1.09	BURDEN OF GOVERNMENT REGULATION	1-7 Best	REG
1.19	STRENGTH OF AUDITING AND REPORTING STANDARDS	1-7 Best	AUDIT
1.2	EFFICACY OF CORPORATE BOARDS	1-7 Best	CORPORATE
1.21	PROTECTION OF MINORITY SHAREHOLDERS INTERESTS	1-7 Best	MINORITY
1.22	STRENGTH OF INVESTOR PROTECTION	1-10 Best	INVESTOR
6.05	TOTAL TAX RATE	%	TAX
8.08	LEGAL RIGTHTS INDEX	1-10 Best	LEGAL
	GCI GLOBAL COMPETITIVENESS INDEX	1-7 Best	GCI

Fonte: Desenvolvido pelo autor

4.3 Método e Construção das Equações.

Para a análise da regressão desenvolvida neste trabalho, foi utilizado o modelo de regressão multinível, com base em Raudenbush e Bryk (2002), Fávero e Confortini (2001), e Santos (2013), utilizando para isso o modelo nulo ou vazio e o modelo de Interceptos Randômicos.

O primeiro modelo chamado de nulo ou vazio, foi desenvolvido com o objetivo de verificar quanto da variabilidade dos accruals eram explicados por características gerais de firma e país, dadas suas características próprias.

O segundo modelo, com interceptos aleatórios, foram incluídas as variáveis de firma para análise do comportamento em relação a variável explicada no período, assim como o comportamento de variabilidade da variável explicada no período.

Para o modelo Nulo a Equação comporta-se da seguinte forma:

$$LogAD_{tip} = \delta_{000} + u_{00p} + r_{0ip} + e_{tip}$$

Para o segundo modelo foi desenvolvido o modelo de interceptos randômicos, como segue:[1]

$$\begin{aligned} LogAD_{tip} = {} & \delta_{000} + \delta_{001}(PROP)_p + \delta_{002}(INTELECPROP)_p + \delta_{003}(REG)_p \\ & + \delta_{004}(AUDIT)_p + \delta_{005}(CORPORATE)_p + \delta_{006}(MINORITY)_p \\ & + \delta_{007}(INVESTOR)_p + \delta_{008}(TAX)_p + \delta_{009}(LEGAL)_p + \delta_{0010}(GCI)_p \\ & + \beta_{1ip}(ANO)_{tip} + u_{00p} + r_{0ip} + e_{tip} \end{aligned}$$

[1] Para mais informações sobre as estruturas e modelos de regressão multinivel, consultar Raudenbush e Bryk, (2002); Rabe-Hesketh e Skrondal (2012) e Santos (2013).

5 – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

5.1 – Apresentação da Estatística Descritiva

Neste capítulo foram desenvolvidos os dados amostrais e apresentados os resultados das análises estatísticas aplicadas.

Após o cálculo dos accruals totais e a identificação dos accruals discricionários, foram analisadas regressões multinível referente aos dados de cinco grupos distintos. Os grupos foram segregados a partir do índice global de competitividade (GCI Índex) que basicamente expressa o nível de desenvolvimento econômico de determinado país comparado a outros países. Foram analisados somente o primeiro quintil superior, ou seja, os 20% melhores ranqueados em nível de desenvolvimento e o quintil inferior, equivalente aos 20% dos piores ranqueados classificados segundo o índice de GCI.

De acordo com os dados descritos na tabela, está evidente as alterações em cenários econômicos e institucionais das firmas nos países com maior GCI e com menor GCI. Portanto, a primeira evidência relevante observada é com relação aos accruals discricionários (AD). Observa-se que em média, países que possuem um índice inferior de GCI ou são menos desenvolvidos economicamente, possuem uma tendência a gerenciar resultados positivamente. Em contrapartida, os países que possuem maior índice de desenvolvimento econômico, tendem a gerenciar resultados negativamente.

Uma possível explicação para esse fenômeno pode ser evidenciada através da proteção dos investidores, considerando que, em países classificados no ranking inferior possuem menor proteção aos investidores, ficando atrás dos países com maior índice de GCI em quatro pontos dentro da tabela analisada. Ainda no quintil inferior, analisamos que há menor proteção dos minoritários, possuem conselhos administrativos menos eficientes (CORPORATE), menor qualidade na informação contábil, impostos mais altos e ainda detêm menor enforcement legal.

Tabela 1: Resultado da análise descritiva dos dados com segregação da amostra: 1º quintil e 5º quintil - Base GCI.

	20% menos des. - Base GCI			20% mais des. - Base GCI		
Variável	Obs	Média	Desv. Pad.	Obs	Média	Desv. Pad.
PAÍS	54			54		
EMPRESA	6455			6455		
GCI	11443	4,143880	0,336230	10950	5,579241	0,128577
AD	11443	4,920802	7,392729	10950	-2,924602	2,492927
LOGAD	2931	-1,56318	1,794576	2217	-0,531688	2,411688
PROP	11443	4,034546	0,737609	10950	5,751384	0,512660
INTELECPROT	11443	3,120859	0,577666	10950	5,597530	0,418160
REG	11443	2,749105	0,435932	10950	3,753607	0,737487
AUDIT	11443	4,431861	0,726265	10950	5,685541	0,453556
CORPORATE	11443	4,445546	0,460699	10950	5,367125	0,281013
MINORITY	11443	4,133920	0,753523	10950	5,313909	0,418894
INVESTOR	11443	4,875540	1,410520	10950	8,119452	1,103486
TAX	11443	8,084389	3,614699	10950	7,208758	2,411272
LEGAL	11443	5,612339	2,16373	10950	7,831233	1,013658

5.2 – Modelo vazio ou nulo

A dimensão estatística principal deste modelo de regressão multinível permeia a variância relacionada somente as variáveis de controle, ou seja, variáveis de firma, país e tempo, excluindo da análise as variáveis explicativas presentes na amostra. Ao longo da tabela 2, podemos explanar melhor essa análise.

De acordo com o teste, observa-se que os níveis de variância entre as variáveis país e firma se manteram praticamente ao mesmo parâmetro, com excessão ao tempo, porém não analisamos a fundo essa variável por não ser o foco principal da pesquisa. Entretanto, a variável referente à firma, que se referem a aspectos característicos das empresas, se destacou por possuir um valor maior referente à variância em comparação à variável de país.

Conclui-se que, aspectos característicos das empresas possuem maior influência no gerenciamento de resultados. Lembrando que, este teste não auferi a posição positiva ou negativa do gerencimento de resultados, mas exemplifica qual variável apresenta maior variância com relação à parâmetros totais, independentes de serem positivos ou negativos.

Tabela 2: Resultados da regressão multinível, Modelo 01 - Nulo.

Grupos/Observações	LOGAD	
Cod País	54	
Cod Empresa	6455	
Observações	12445	
Efeitos Fixos	**Coeficiente**	**P(z)**
Intercepto	- 1,554441	***
Estimadores (Variância) Parâmetros de Efeitos Aleatórios		
País	0,519042	
Firma	0,633872	
Residual	2,651399	
Indice de Correlação Intraclasse		
PAIS	0,136440	
FIRMA	0,166620	
Testes de Verificabilidade	valor	prob
Teste Verossimilhança x regressão linear - Teste Qui2	2390.94	***

Legenda: Significância: *** 1%, ** 5% * 10%.

5.3 – Resultados da Regressão Multinível com a inclusão de Variáveis de Firma e País.

As análises da tabela 3 foram segregadas em duas partes. A princípio foram analisados os coeficientes de correlação Intraclasse, em seguida foram feitas análises comparativas entre as variáveis explicativas e a proporção dos accruals discricionários.

Observando os coeficientes de correlação intraclasse, foi possível identificar que a partir da adição das variáveis legais, que houve um significante aumento na variação do índice

ICC, tanto para os índices de País quanto para Firma. A variação deve-se não somente a adição das variáveis legais incluídas no teste, que de forma significativa contribuíram para o aumento da variação, mas também é devido ao aumento de captação explicativa do modelo utilizado.

De forma clara, ficam evidentes que além da variação positiva do índice de ICC, a proporção das variações explicativas para país e firma permaneceu no mesmo parâmetro considerado com a tabela anterior. Entretanto, variáveis de Firma ainda permaneceram com maior relevância, concluindo assim que % da variância do mesmo possuem maior relevância para explicação do gerenciamento de resultados.

Em seguida foram analisadas as variáveis legais adicionadas na amostra. As variáveis possuem caráter explicativo em relação ao gerenciamento de resultados, por esse motivo foi desclassificadas as variáveis que apresentaram valores que não eram estatisticamente significantes para explicação de gerenciamento de resultados. O índice de significância foi classificado da seguinte forma: Significância: *** para variâncias explicativas até 1%, ** até 5% e * até 10%. Os demais valores referentes às variáveis legais que não apresentaram significância até 10% não foram incluídos na tabela por não possuírem estimativa confiável para analise. Portanto, foram analisados somente os itens que possuem a significância estipulada.

Em ordem respectiva, a variável (ANO) é considerada dentro da significância estatística estipulada, porém não foi analisada a fundo por não participar diretamente do objetivo da pesquisa. Entretanto conforme os valores apresentados, podemos afirmar que é apresentada uma redução do gerenciamento de resultados com relação a esta variável. As variáveis analisadas foram as seguintes: AUDIT, CORPORATE, MINORITY e TAX. Além dessas variáveis, analisamos também a (LEGAL), mesmo não tenho apresentado significância estatística (variância de 0.133), pois é uma variável de grande importância para a interpretação dos resultados.

Analisando o comportamento dos dados referentes à variável AUDIT, observamos que a variância afirma que quanto maior for a qualidade da informação contábil e ou normas contábeis, mais gerenciamentos de resultados positivos acontecerá. Essa prática pode ser explicada pelo seguinte fato, La Porta et al. (1998) define que quando há um fraco sistema legal, os substitutos legais, nesse caso a qualidade da informação/norma contábil, tornam-se

substitutos das leis, fazendo com que assim impactem de forma significativa na pratica de gerenciamento de resultados.

No mesmo estudo, La Porta evidencia também que as normas contábeis impactam nos direitos de acionistas e credores. Concluindo assim, que a variável AUDIT é estabelecida por características de País, com isso estabelece forte relevância/impacto na prática de GR. É relevante pontuar que, em caso da variável não possuir boa qualidade, ocorre gerenciamento de resultados negativo.

Com relação a variável CORPORATE, observa-se que quando há maior qualidade nos conselhos de administração, ou seja, quando há uma melhor administração, maior profissionalização dos conselheiros e uma estrutura sólida, existe a relação negativa sobre GR, pois quantos melhor os níveis de qualidade da variável CORPORATE, menor incidência de GR. Acontece também o contrário, quanto menor a qualidade dos conselhos, maior incidência de GR positivo por parte das empresas.

A proteção dos acionistas minoritários (MINORITY) apresentou comportamento semelhante ao do índice AUDIT, pois, quando um país oferece maior proteção legal a um acionista minoritário, é proporcional o aumento de gerenciamento de resultados positivos. Os dados analisados acima, de forma concreta, não sustentam a defesa de Alves et al. (2011) define que, quando há maior proteção dos acionistas, incorrem em menor assimetria informacional. Mas em mesmo estudo define que a proteção aos acionistas são fatores determinantes na estrutura de capital. O contrario também acontece, pois quando há fraca proteção do acionista, incorre em gerenciamento de resultados negativo.

A porcentagem de impostos sobre lucros comerciais (TAX) foi analisada e identificamos que quanto maior a porcentagem de cobrança de impostos no ambiente legal, há menor prática de gerenciamento de resultados positivos. O contrario também pode ser afirmado, tendo em vista que, quanto menos impostos, maior será o gerenciamento de resultados positivo. Esta relação entre TAX e gerenciamentos de resultados defende o argumento que segundo Catherine Schrand (2003) afirma que empresas utilizam fatores discricionários para provisão de perdas com referencia a tributos. Basicamente defende a hipótese de que as empresas gerenciam resultados, com o intuito de diferir seus tributos. Porém em outros estudos, Paulo et. al (2007) definem que não há relevância para defesa desta hipótese no Brasil.

O enforcement legal ou a aplicabilidade das leis e regulamentos (LEGAL), apresentou o seguinte resultado: quanto maior for o enforcement, a prática de gerenciamento de resultados tende a ser negativa, enquanto o enforcement legal for menor, ocorre a prática positiva do gerenciamento de resultados. É evidente a relevância deste item, mesmo não apresentando significância estatística, pois interfere de forma significante no ambiente econômico, conforme La Porta define a seguir: "O ambiente legal desempenha papel decisivo no mercado de capitais".

Tabela 3: Resultados da Regressão Multinível com a inclusão de Variáveis de Firma e País

Grupos/Observações	LOGAD	
Cod País	54	
Cod Empresa	6455	
Obs	12445	
Efeitos Fixos	**Coeficiente**	**P(z)**
Intercepto	3,091425	***
ANO	-0,154807	***
PROP	0,018426	
INTELECPROT	0,005926	
REG	-0,055475	
AUDIT	0,403397	***
CORPORATE	-0,556462	***
MINORITY	0,290202	**
INVESTOR	0,025583	
TAX	-0,007741	***
LEGAL	-0,028161	
GCI	0,036820	
Estimadores (Variância) Parâmetros de Efeitos Aleatórios		
País	0,553458	
Firma	0,673378	
Residual	2,566787	
Coeficiente de Correlação Intraclasse		
PAIS	0,145890	
FIRMA	0,177500	
Testes de Verificabilidade	**valor**	**prob**
Teste Wald da Regressão (Qui2)	221,47	***
Teste Verossimilhança x regressão linear - Teste Qui2	1652,81	***

Legenda: Significância: *** 1%, ** 5% * 10%.

Concluindo esta análise, foram segregadas as variáveis para melhor análise. Sendo elas classificadas por características de País (AUDIT, TAX e LEGAL) e características de Firma (CORPORATE e MINORITY). Com base nos coeficientes analisados, é possível identificar de inicio a maior variância estabelecida em variáveis características de Firma, concluindo assim e possibilitando a resposta para os previstos objetivos deste estudo: **que conforme o índice de ICC, que o ambiente legal influencia a pratica de gerenciamento de resultados, porém abordando características respectivas as Firmas.**

6 – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DA PESQUISA E PROPOSIÇÕES PARA TRABALHOS POSTERIORES.

O presente objetivo deste trabalho foi analisar os impactos causados pelo sistema legal e regulador sobre o gerenciamento de resultados contábeis das empresas com capital aberto. O direcionamento foi identificar por meio das variáveis legais se o ambiente legal pode determinar maior ou menor gerenciamento de resultados.

A pesquisa iniciou-se a partir da evidenciação dos conceitos referentes a gerenciamento de resultados e sobre *law and finance.* Foram analisados determinantes legais referentes a 61 países a partir de demonstrativos de empresas que possuíam capital aberto.

Após a determinação da base de dados e seleção da amostra, deram-se inicio aos cálculos para identificação de gerenciamento de resultados. Tendo em vista o ambiente analisado, foi utilizado o modelo estatístico proposto por Jones (1991). Tendo em vista os valores calculados das variáveis explicadas, foi adicionado as variáveis explicativas (legais). Para tal, foi utilizado um modelo de regressão multinível considerando três níveis para análise: País, Firma e Tempo. Após a rodagem dos dados, foram identificados resultados referentes as determinantes legais, que estatisticamente se apresentaram significantes são elas:

a) AUDIT – Qualidade da informação/normas contábeis
b) CORPORATE - Qualidade dos conselhos administrativos
c) MINORITY – Proteção dos acionistas minoritários
d) TAX - porcentagem de impostos sobre lucros comerciais

Em suma, a apresentação das variáveis legais acima apresentadas proporcionou a confirmação da pergunta de pesquisa, que defendia o impacto legal e regulador sobre gerenciamento de resultados. De fato, o ambiente legal influencia a prática de gerenciamento de resultados, porém os fatores determinantes de tal prática são provenientes de características de Firma e não relacionados a características institucionais. Portanto, conclui-se que, há maior relevância de gerenciamentos de resultados com relação ao ambiente legal das Firmas.

No decorrer do desenvolvimento do trabalho, surgiram algumas limitações ao trabalho com relação a análise dos dados, que seguem abaixo:

Limitações de empresas (aferição da realidade de todas as empresas)
Não controle de erro das variáveis de país, por terem sido construídas por terceiros.

No decorrer da pesquisa foi identificada nova sugestão para pesquisa posterior como:

O impacto do sistema legal e regulador na concentração de propriedade.

Pelo tema law and finance e gerenciamento de resultados se tratarem de um estudo pouco explorado, será de extrema relevância para área acadêmica, podendo ser utilizado como base para trabalhos futuros e pesquisas que possam derivar do mesmo. Além da área acadêmica, podemos destacar a importância deste trabalho destinado ao mercado, pois poderão ser utilizados por investidores, órgãos regulamentadores, empresas de auditoria e consultorias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHION, P., HART, O., MOORE, J., **The Economics of Bankruptcy Reform.** *J. Law, Econ., and Organization* 8 (October 1992): 523–46.

ALENCAR, R.. ***Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro*.** Tese Doutorado em Controladoria e Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ALVES P. F. P., FERREIRA M. A. **Capital structure and law around the world.** Journal of Multinational Financial Management, 2011: 119-150.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. ***Governanca corporativa. fundamentos, desenvolvimento e tendencias.*** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BOTOSAN, C. **Disclosure level and cost of equity capital.** *The Accounting Review*, v.72, p. 323-349, 1997.

BURGSTAHLER, D.; DICHEV, I. **Earnings management to avoid earnings decreases and losses.** *Journal of Accounting & Economics*, v.24, n.1, p. 99.1997.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A.. **What determines corporate transparency.** *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 1-53, 2004.

LEUZ C., NANDA D., WYSOCKI P. D. **Earnings management and investor protection: an international comparison.** Journal of Financial Economics (September 2003): 505–527.

DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. **The quality of accruals and earnings: the role of accounting accruals estimation errors.** *The Accounting Review*, v. 77, p. 35-59, 2002.

DECHOW. P.M., SKINNER. D. **Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators.** Accounting Horizons Sarasota, 14 (2), p. 235-250, 2000.

DECHOW, P. M., SLOAN, R. G., & SWEENEY, A. P. (1995). **Detecting earnings management.** *The Accounting Review, 70*(2), 193-225.

DEMIRGÜC¸ KUNT, A., LEVINE, R., 1999. **Bank-based and market-based financial systems: cross country comparisons.** Working Paper, World Bank Policy Research.

DEMIRGÜC¸ -KUNT, A., MAKSIMOVIC, V., 1996. **Stock market development and financing choices of firms.** World Bank Economic Review 10, 341–369.

DEMIRGÜC¸ -KUNT, A., MAKSIMOVIC, V., 1998. **Law, finance and firm growth.** Journal of Finance 53, 2107–2137.

DJANKOV, S., MCLIESH, C., & SHLEIFER, A. (2007). **Private credit in 129 countries.** *Journal of Financial Economics, 84*(2), 299–329.

DOIDGE, C., KAROLYI, G. A., & STULZ, R. M. (2007). **Why do countries matter so much for corporate governance?** *Journal of Financial Economics, 86*(1), 1–39.

FIELDS, T. D.; LYS, T. Z.; VINCENT, L. **Empirical research on accounting choice.** *Journal of Accounting and Economics*, New York, v. 31, n. 1-3, p. 255-307, set. 2001.

FRANCIS, J.; KHURANA, I.; PEREIRA, R. **Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world.** *The Accounting Review*, v. 80, p. 1125-1162, 2005.

GLENDON, M. A.; GORDON, M. W.; OSAKWE, C. ***Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions, with Special References to French, German and English.*** St. Paul, Minn.: West, 1994.

HAIL, L. **The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms.** *European Accounting Review*, v. 11, p. 741-743, 2002.

HART, O. ***Firms, Contracts, and Financial Structure.*** London: Oxford Univ.Press, 1995.

HEALY, P. M. **The effect of bonus schemes of accounting decisions.** *Journal of ccounting & Economics*. Rochester, 7, p. 85-107, 1985.

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

IUDÍCIBUS, S. ***Teoria da contabilidade*.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

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

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. **Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach.** *Journal of Accounting Research*, Rochester, 33 (2) p. 353-367, 1995.

LA PORTA R.., SILANES F. L, SHLEIFER A. **Law and finance.** Journal of Political Economy, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA R.., SILANES F. L, SHLEIFER A., VISHNY, R. W. **Legal determinants of external finance.** Journal of Finance 52, 1131–1150, 199.

LA PORTA R.., SILANES F. L, SHLEIFER A., VISHNY, R. W. (2000). **Agency problems and dividend policies around the world.** *Journal of Finance, 55*(1), 1–33.

LA PORTA R.., SILANES F. L, SHLEIFER A.. (2008). **The economic consequences of legal origins.** *Journal of Economic Literature, 46*(2), 285–332.

LA PORTA R.., SILANES F. L, SHLEIFER A. ***Law and Finance After a Decade of Research,*** USA. Elsevier, 2013.

MAHONEY, P. **The common law and economic growth: Hayek might be right.** Journal of Legal Studies 30 (2), 503–525, 2001

MARTINS P. E., E., CORRAR J. L. **Detecção do gerenciamento de resultados pela análise do diferimento tributário.** Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MARTINEZ, L. A. **Gerenciamento de resultados contábeis: Um estudo empírico das companhias abertas brasileiras.** Tese Doutorado em Controladoria e Contabilidade – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MERRYMAN, J. H. ***The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America.*** Stanford, Calif.: Stanford Univ. Press, 1969.

NANDA, D; WYSOCKI, P. D. **Earnings management and investor protection: an international comparison.** Journal of Financial Economics, v. 69, n.3, p.505-527, 2003.

RABE-HESKETH, S.; SKRONDAL, A.; ***Multilevel and Longitudinal Modeling using Stata, Volume 1- Continuous Responses, Third Edition***. Stata Press, 2012.

RAUNDENBUSH, S. W.; BRYK, A. S. ***Hierarchical Linear Models: Applications and Data Analysis Methods. Second Edition***. Sage Publications, 2002.

RICHARDSON, V. J. **Information asymmetry and earnings management: some evidence.** *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 15, p. 325-347,2000.

SANTOS M. A. **Determinantes da estrutura de capital de empresas em diferentes cenários econômicos e institucionais: um estudo comparativo.** Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013.

SCHRAND, C. **Earnings Management Using the Valuation Allowance for Deferred Tax Assets under SFAS 109**. The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, 2003.

SHLEIFER, A, VISHNY, R. W. **''Large Shareholders and Corporate Control.''** *J.P.E.* 94, no. 3, pt. 1 (June 1986): 461–88.

SHLEIFER, A., & WOLFENZON, D. (2002). **Investor protection and equity markets.** *Journal of Financial Economics, 66*(1), 3–27.

STOLOWY, H.; BRETON, G. A. **Review of reserach on accounts manipulation.** In: ANNUAL CONGRESS OF THE EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION, 23., Munich, March 2000, EAA (European Accounting Association).

VERRECCHIA, R. E. **Discretionary disclosure.** *Journal of Accounting and. Economics*, Amsterdam, v. 5, n. 3, p.179-194, dez. 1983.

ZINGALES, L., 1994. **The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience.** Review of Financial Studies 7, 125–148.

ZINGALES, L. (1995). **Insider ownership and the decision to go public.** *Review of Economic Studies, 62*(3), 425–448.