



GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E EFICIÊNCIA DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

Fábio Moraes da Costa

Doutor em Ciências Contábeis

Fucape Business School

Av. Fernando Ferrari, 1358. Bairro Boa Vista, Vitória – ES. CEP: 29075-505

fabio@fucape.br - (27) 4009-4444

Flávio Sérgio Linhares

Mestre em Ciências Contábeis

Faculdade de Pará de Minas

Rua Alameda dos Vinhaticos 613 –J. das Piteiras – Pará de Minas – MG. CEP: 35661-248

linharescontador@gmail.com - (27) 4009-4444

RESUMO

Este estudo avaliou se há relação entre a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados, e a eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 1996 a 2012. Especificamente, buscou-se avaliar se companhias com maiores níveis de gerenciamento de resultados apresentam maior probabilidade de realizarem sobre ou subinvestimento do que as demais. O trabalho também evidencia que determinados controles tais como tamanho da firma de auditoria, emissão de ADRs, listagem em níveis diferenciados de Governança Corporativa e tamanho da empresa possuem relação com a probabilidade das empresas investirem acima ou abaixo do nível estimado como o *benchmark* para investimentos. De maneira agregada, as evidências indicam que empresas que praticam gerenciamento de resultados são mais suscetíveis a realizarem tanto sobreinvestimento quanto subinvestimento. Assim, foi possível identificar uma das consequências da menor qualidade da informação contábil: o nível de eficiência de investimentos. Espera-se que o trabalho possa contribuir para analistas e reguladores.

Palavras-chave: qualidade; gerenciamento de resultados; investimento; eficiência

Área Temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho procura estudar a relação entre a eficiência dos investimentos e a qualidade da informação contábil, medida por meio do gerenciamento de resultados. Trabalhos anteriores (Healy & Palepu, 2001, Bushman & Smith, 2001; Lambert, Leuz & Verrechia, 2000) relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros leva a implicações econômicas relevantes nas empresas.

Biddle, Hilary & Verdi (2009) destacam que uma maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos, uma vez que reduz a assimetria da informação, reduzindo o custo de captação de recursos e/ou o custo de monitoramento dos gestores. Trabalhos anteriores realizados no Brasil acabam por focar nos determinantes na qualidade da informação contábil (Lopes & Martins, 2005; Paulo & Martins, 2007; Martinez, 2001; Lopes, 2002; Paulo, 2007). Assim, existe uma lacuna sobre a avaliação das consequências geradas por informações de maior ou menor qualidade. Neste sentido, e em



linha com o que já foi investigado no mercado norte-americano (Biddle et al., 2009), espera-se que o presente trabalho contribua para a compreensão entre a relação do nível de gerenciamento de resultados e a eficiência de investimentos no mercado brasileiro.

Biddle et al. (2009) destacam que relatórios financeiros com maior qualidade na informação poderiam reduzir a seleção adversa na emissão de ações por parte das empresas, pois os mesmos tenderiam a demonstrar os projetos das empresas de forma mais clara e eficiente para o investidor. Na literatura, define-se como subinvestimento (*underinvestment*) a condição em que a empresa deixa passar oportunidade de investimento que teria valor presente líquido positivo. De maneira oposta, o sobreinvestimento (*overinvestment*) consiste na aplicação de recursos em projetos com valor presente líquido negativo (Biddle et al., 2009).

Com base nos argumentos apresentados nos parágrafos anteriores, é possível esperar que uma maior qualidade de informações financeiras esteja associada a um menor investimento acima ou abaixo do que seria considerado como ideal (*overinvestment* ou *underinvestment*). Assim, o presente trabalho teve como objetivo responder ao seguinte questionamento: Empresas que gerenciam seus resultados tendem a desviar-se do nível ideal de investimento?

Primeiramente, para avaliar a qualidade da informação contábil foi utilizada a medida de gerenciamento de resultado como *proxy* de qualidade, conforme modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan & Sweeney, 1995). Em seguida, foi avaliado o nível ideal de investimento através da relação entre o crescimento das vendas e os investimentos a fim de medir a eficiência desses investimentos, conforme modelo proposto por Biddle et al. (2009).

Os resultados indicam que empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultado apresentam maior probabilidade de sobre ou subinvestir. O trabalho também demonstrou que variáveis de controle, tais como auditoria, níveis de governança corporativa, total dos ativos e resultado, possuem relação com a eficiência dos investimentos.

De maneira geral, o resultado deste trabalho demonstrou que empresas que gerenciam seus resultados, são mais suscetíveis a se desviar do nível esperado de investimento. Dessa forma, espera-se que este estudo contribua tanto para a literatura sobre gerenciamento de resultados quanto para os usuários da informação, uma vez que normalmente são os provedores das fontes de recursos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Existem diversas definições sobre gerenciamento de resultados (*earnings management*, em inglês). Para Schipper (1989) *earnings management* é uma ação proposital nas demonstrações contábeis, com o objetivo de obter algum benefício em particular, ou seja, refere-se a uma ação que visa prioritariamente à intenção dos executivos e não a transparência da informação. Já para Healy & Wahlen (1999) gerenciamento acontece quando os gestores utilizam de objetivos próprios na elaboração dos relatórios financeiros com a intenção de alterá-los sem despertar a atenção de *stakeholders*, para o desempenho econômico Financeiro da empresa.

Estudos anteriores relatam que a qualidade dos relatórios financeiros pode melhorar a eficiência dos investimentos, pois a informação financeira é utilizada pelos acionistas para monitorar os gestores, e constituiu também uma importante fonte de informação da empresa para os investidores (Healy & Palepu, 2001, Bushman & Smith; Lambert et al., 2000). Portanto, a literatura sugere uma relação entre a qualidade da informação contábil e a eficiência dos investimentos. Além disso, a literatura de qualidade também identifica uma série de determinantes, usualmente tratados como variáveis de controle (para uma revisão, vide Dechow et al., 2010).



Uma das formas de captação de recursos das empresas brasileiras é o mercado internacional, através de (*ADR – American Depositary Receipts*). As empresas têm a possibilidade e oportunidade de negociar seus títulos no mercado internacional. Leuz & Wysocki (2008) destacam que a legislação sobre mercado mobiliário nos Estados Unidos protege mais os investidores de fora do que os do próprio país. Archambault & Archambault (2003) destacam também que as empresas tendem a ser influenciadas pelas políticas de divulgação do mercado onde os títulos são negociados, em função da sujeição às leis do país e o respectivo *enforcement*.

No Brasil, Murcia e Santos (2009) encontraram evidências em seu trabalho sobre determinantes do nível de *disclosure*. O trabalho identificou evidências que, empresas brasileiras auditadas pelas “*Big Four*” demonstraram um nível maior de divulgação das informações contábeis.

Analisando os controles institucionais, Jensen (1986) define que o controle corporativo pode servir de mecanismo de acompanhamento mais rígido e rigoroso, reduzindo, portanto, investimentos acima do previsível. Cohen et al. (2004) definem que uma das funções primordiais da governança corporativa é garantir a qualidade na elaboração das demonstrações financeiras, através de interação entre os agentes internos e externos à firma.

Pode-se dizer também que tamanho da empresa tem relação com o nível de informação. Ahmed & Courtis (1999) destacam a relação positiva entre o nível de *disclosure* e o tamanho da firma. Corroborando com a ideia, diversos trabalhos identificaram relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de *disclosure*. Os resultados identificaram que as maiores companhias apresentaram um maior nível de divulgação (Singhvi & Desai, 1971; Cooke, 1989).

3 METODOLOGIA

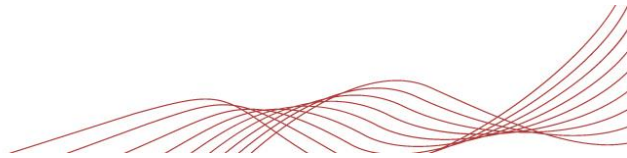
Para avaliar o nível de gerenciamento de resultados, foi utilizado o modelo de Jones-Modificado (Dechow et al., 1995). Na seção 3.3 é demonstrada a metodologia utilizada para classificação de sub ou sobre investimento. Após essa classificação foi realizado o teste para avaliar se gerenciamento de resultado está diretamente associado à (maior\menor) probabilidade de uma empresa investir abaixo ou acima da normalidade do mercado (*benchmark*).

3.1 Desenvolvimento da Questão de Pesquisa

O desenvolvimento da questão de pesquisa foi baseado do trabalho de Biddle et al. (2009). No referido trabalho, foi estimado um modelo de regressão que avaliou a relação entre investimento e qualidade da informação, avaliado através da qualidade dos *accruals*, derivado do trabalho de Dechow & Dichev (2002) e McNichols (2002). Os autores ainda avaliaram a qualidade da informação através do modelo proposto por Wysochi (2008).

Diante dos estudos apresentados por Biddle et al. (2009) e com literaturas internacionais que destacam que há relação entre a qualidade da informação contábil e eficiência dos investimentos, definiu-se a seguinte questão de pesquisa: Empresas que gerenciam seus resultados tendem a desviar-se do grau ideal de investimento? A questão também é baseada em estudos de Martinez (2001) em que o autor argumenta que o gerenciamento de resultado pode proporcionar sérias ineficiências de alocação entre empresas.

Para responder à questão de pesquisa, o trabalho seguiu as seguintes etapas: primeiramente estabeleceu-se o nível padrão (*benchmark*) da eficiência dos investimentos, analisando o nível de investimento e o crescimento nas vendas conforme demonstrado na equação (1). Após essa classificação, os resultados dos quartis extremos que foram



classificados como sobre/sub investimento, foram utilizados como variáveis dependentes para análise da relação entre gerenciamento de resultado e investimento abaixo ou acima do previsível. Por fim, e para testar essa relação, utilizou-se uma regressão logística multinomial para avaliar a probabilidade de sobre e sub investimento em empresas que praticam gerenciamento de resultados comparadas ao (*benchmark*).

A amostra que serviu de base para o presente estudo é composta de todas as companhias abertas que possuíram ou ainda possuem ações listadas na BM&FBOVESPA, compreendendo o período de 1996 a 2012. Os dados dos períodos de 2008 e de 2009 foram excluídos da análise uma vez que referem-se ao período em que o modelo contábil brasileiro estava em transição para o internacional. Todas as variáveis foram coletadas no sistema Econômica.

3.2 Desenvolvimento da Métrica de Qualidade da Informação Contábil

O modelo original proposto por Biddle et al. (2009) baseia-se na proposta de Dechow & Dichev (2002), em que o nível de qualidade é medido por meio do desvio padrão dos anos t_{-5} para t_{-1} . Esta abordagem não é viável para a pesquisa no Brasil, pois as empresas aderiram às IFRS a partir do ano de 2010 e o último exercício analisado nesta pesquisa foi 2012. Como há uma variável no modelo para avaliar possíveis alterações a partir da adoção às IFRS, foi utilizada a estimativa do nível de gerenciamento de resultados como Proxy de qualidade em função do período reduzido de tempo após 2010.

Diante da limitação, a medida de gerenciamento de resultados utilizada na pesquisa consiste na estimativa dos *accruals* discricionários, conforme modelo de Jones-Modificado (Dechow et al., 1995), e usado na literatura brasileira por vários pesquisadores (por exemplo, Martinez, 2008). A equação nº 1 detalha a formação dos *accruals* totais:

$$AT_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it}$$

Equação (1)

Em que:

AT_{it} : são os *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; Para cálculo dos *accruals*, dos anos anteriores à 2007, utilizou-se os dados extraídos do Balanço Patrimonial. Para esse cálculo, foi utilizada as seguintes variáveis do sistema econômica: (AC; disponível; PC; fincp; debcp). Já para o cálculo a partir de 2010, utilizou-se a diferença entre o lucro e o fluxo de caixa operacional a qual utilizou-se as seguintes variáveis: lucro e fcxoper
 ΔRec_{it} : é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os períodos *t - 1* e *t*; **$\Delta C.Receb_{it}$** : é a variação do contas a receber da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; **$Imob_{it}$** : Corresponde ao imobilizado da empresa *i* no período *t*; **$Ativo_{t-1}$** : Corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*; **ε_{it}** : é o termo de erro da empresa *i* no período *t*

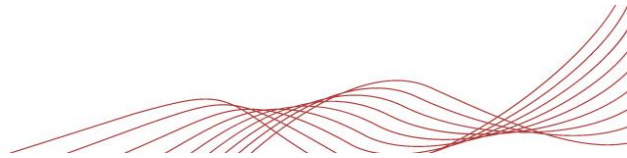
De acordo com Dechow et al. (1995) o modelo modificado de Jones, é formulado a fim de eliminar tendências previstas do modelo de Jones para mensurar os *accruals* discricionários com erro, quando a discricionariedade sobre as receitas é exercida. De acordo com o modelo modificado, os *accruals* não discricionários são estimados como:

$$AND_{it} = \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}}$$

Equação (2)

Em que:

AND_{it} : são os *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*; **ΔRec_{it}** : é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os períodos *t - 1* e *t*; **$\Delta C.Receb_{it}$** : é a variação do contas a receber da empresa *i* entre os períodos *t-1* e *t*; **$Imob_{it}$** : Corresponde ao imobilizado da empresa *i* no período *t*; **$Ativo_{t-1}$** : Corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*



Deve-se destacar que algumas adaptações em função de peculiaridades da contabilidade brasileira foram realizadas. A variável receita representa a receita líquida operacional e a variável Imob, consiste no valor contábil do ativo imobilizado (conforme Lopes & Tukamoto, 2007). A última etapa consiste em calcular os *accruals* discricionários, que parte do raciocínio de que estes são os resultados da diferença entre os *accruals* totais e *accruals* não discricionários, conforme demonstrado na equação 3.

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it}$$

Equação (3)

Em que:

AD_{it} : são os *accruals* discricionários da empresa i no período t ; AT_{it} : são os *accruals* totais da empresa i no período t ; AND_{it} : são os *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

3.3 Gerenciamento de Resultados e Expectativa do Nível de Investimento

Pode-se dizer que eficiência de investimento é a capacidade da empresa realizar projetos com valor presente líquido (VPL) positivo num cenário de conflito de interesses no mercado, tais como seleção adversa e custos de agência. Portanto, sub-investimento (*underinvestment*) é perder oportunidade de investimento que teria valor presente líquido (VPL) positivo, neste cenário do mercado. Da mesma forma, sobre investimento (*overinvestment*) é definido como investir em projetos com valor presente líquido (VPL) negativo (Biddle et al., 2009).

Nesta seção são descritas as etapas para a identificação entre a probabilidade de sub ou sobre investimento e gerenciamento de resultados. Para tanto, os resíduos da regressão abaixo (Equação 4) foram utilizados como *Proxy* para os desvios do nível de investimento previsto (Biddle et al., 2009):

$$Investimento_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Crescimento\ nas\ Vendas_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Equação (4)

A variável “Investimento” corresponde ao *capex*, extraído da base econômica, dividido pelo ativo total da empresa do período seguinte e crescimento nas vendas é a variação percentual nas receitas líquidas operacionais entre os anos $t-1$ para t .

Biddle et al. (2009) ainda destacam que as empresas deverão ser classificadas com base na magnitude dos resíduos gerados pela equação, ou seja, desvios das previsões dos investimentos, e estes foram utilizados como variável dependente para análise da relação entre *under/overinvestment* e gerenciamento de resultados.

Para cada ano as empresas foram classificadas em quartis, com base nos resíduos da equação 4. Companhias classificadas no quartil inferior foram identificadas como as empresas que investiram abaixo do nível esperado (sub-investimento, ou *underinvestment*). Já as companhias do topo do quartil foram classificadas como as empresas que realizaram sobre investimento (*overinvestment*).

Após a classificação em quartis e definição como sub ou sobre investimento, foi criada uma variável binária *dummy* que recebeu 1 para as empresas classificadas tanto quanto *underinvestment* quanto *overinvestment* e 0 para empresas que foram classificadas no meio dos quartis, e definido por Biddle et al. (2009) como referências (*benchmarking*). Dado que as variáveis dependentes são binárias, foram realizadas regressões logísticas para avaliar a probabilidade da empresa se pertencer ao grupo de sub ou sobre investimento. O grupo de comparação é composto das empresas que foram classificadas nos quartis intermediários. Para análise do comportamento de todo o grupo, foi realizada regressão logística



multinomial, a fim de comparar a relação entre a probabilidade de sobre ou sub investimento com o grupo referência no mesmo ambiente.

Para fins de adequação e uma melhor análise do modelo, foi inserido algumas variáveis de controle. Primeiramente foi incluída uma variável *dummy*, que assumiu o valor um para o períodos pós-IFRS no Brasil a fim de identificar se houve alguma alteração no resultado em função da adoção de novas métricas contábeis proposta pelas normas internacionais de contabilidade.

3.3.1 Detalhamentos das Variáveis de Controles Utilizadas na Análise da Probabilidade de Over/Under Investment

Conforme já demonstrado em trabalhos anteriores que o nível de auditoria afeta o nível de qualidade da informação foi criado uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que foram auditadas pelas atuais *Big Four*. (nomenclatura utilizada para as grandes firmas de auditoria: Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers) e zero para empresas que foram auditadas por outras empresas de auditoria.

Estudos anteriores (por exemplo Chiang & Chia, 2005), demonstram que maior transparência corporativa, conduz a previsões mais acuradas. Além disso, a participação de investidores institucionais também reduz a probabilidade da companhia realizar investimentos “em excesso” (Ferreira & Matos, 2008).

A variável Governança Corporativa é uma variável binária *dummy* que representa os três níveis de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA e assume valor igual a um quando a companhia participa de algum dos três níveis diferenciados da BM&FBovespa (nível 1, nível 2 e novo mercado) e valor igual a zero quando não participa de nenhum nível. A listagem por segmentação especial dos níveis diferenciados de governança corporativa é pública e acessível a qualquer usuário. Esses níveis diferenciados já foram utilizados como *Proxy* para práticas diferenciadas de governança corporativa em outras literaturas brasileiras (Alencar, 2005; Terra & Lima; Antunes & Mendonça; Sarlo Neto, 2009; Dalmácio et al., 2013).

As ADRs (*American Depositary Receipts*) são certificados de ações ou outros títulos que representam direitos, emitidos no exterior. Portanto de acordo com a literatura, à medida que empresas listam ações no exterior, tendem a ter maior participação institucional, o que poderá provocar uma possível redução do desvio do nível previsível de investimento. Portanto, foi criado uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que emitiram ADRs no período e zero para empresas que não emitiram.

Além das variáveis identificadas acima, utilizou-se a variável prejuízo sendo que foi atribuído uma variável *dummy* que assumiu o valor um para as empresas que registraram prejuízo no período e zero para empresas que tiveram resultados positivos. Outra variável de controle utilizada no modelo, foi a variável “Log do Ativo”, identificando o tamanho dos ativos das empresas listadas neste período. Há diversos trabalhos na literatura internacional que avaliou o tamanho do ativo com o nível de *disclosure* (Ahmed & Courtis, 1999; Singhvi & Desai, 1971; Cooke, 1989; Wallace & Nase, 1995). Depois de demonstrado os processos metodológicos utilizados no trabalho para responder à questão de pesquisa, o capítulo seguinte demonstra os resultados encontrados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Qualidade da Informação Contábil Medida Pelo Gerenciamento de Resultados



O primeiro passo do trabalho é analisar os resultados da regressão da qualidade da informação contábil medida por meio de gerenciamento de resultado, conforme modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995).

Tabela 1: Accruals Totais

Resultado da Regressão estimada pelo modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)	
$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{Ativo_{t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Rec_{it} - \Delta C.Receb_{it})}{Ativo_{t-1}} + \beta_3 \frac{Imob_{it}}{Ativo_{t-1}} + \varepsilon_{it}$	
Variável Dependente: Accruals totais	
Variáveis	Resultado
β_1	-2934.142*** (-8.34)
β_2	0.0311 (1.09)
β_3	-0.1996*** (-7.13)
_cons	0.523
Observações	3.469
Prob>F	0.0000
R ²	0.0312

Fonte: Dados do autor

A tabela acima apresenta a regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), sendo que os resíduos foram considerados como os *accruals* discricionários e foi utilizado como métrica de gerenciamento de resultado. Essa variável foi utilizada na regressão logística de relação probabilística entre under/overinvestment e padrões de gerenciamento de resultado: AT_{it} : são *accruals* totais da empresa *i* no período *t*; ΔRec_{it} : é a variação da receita líquida na empresa *i* entre os anos *t - 1* e *t*; $\Delta C.Receb_{it}$: é a variação do constantes a receber da empresa *i* entre os anos *t-1* e *t*; $Imob_{it}$ Corresponde ao imobilizado da empresa *i* no ano *t*; $Ativo_{t-1}$: Corresponde ao ativo total da empresa no período *t-1*; ε_{it} : é o termo de erro da empresa *i* no período *t* equivalente aos *accruals* discricionários. Estatística *t* são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

Por meio da análise dos resultados da tabela 1 é possível identificar que a variável $Imob_{it}$ apresentou coeficiente negativo, corroborando com Paulo (2007), pois segundo o autor, o nível do imobilizado está relacionado ao decréscimo dos resultados em função da apropriação as despesas de depreciação. O coeficiente apresentado também corrobora os resultados de Rey (2011) e Zang (2012). Uma vez estimados os *accruals* discricionários, o próximo passo consiste na classificação da expectativa do nível de investimento.

4.2 Gerenciamento de Resultado e Expectativa do Nível de Investimento

Após a verificação da qualidade da informação contábil, a próxima etapa do trabalho constituiu em avaliar a eficiência dos investimentos e sua relação com o gerenciamento de resultados. Para desenvolvimento desta análise, inicialmente utilizou-se os resultados da equação (4), uma vez que as empresas foram classificadas com base na magnitude dos resíduos gerados. Esses resíduos foram utilizados como variável dependente para identificar a probabilidade da empresa se enquadrar como sobre ou sub investimento, conforme proposto por Biddle et al. (2009) e demonstrado na tabela 3.



Tabela 2: Regressão entre investimento e variação da receita de vendas

Resultado da Regressão estimada pelo modelo Biddle, Hilary e Verdi(2009) para classificação dos resíduos

$$Investimento_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 * Crescimento\ nas\ Vendas_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Variável Dependente: Investimentos

Variáveis	Coefficientes
Crescimento nas Vendas	0.029*** (8.25)
_cons	0.073*** (39.41)

Observações: 4498
Prob>F: 0,0000
R²: 0,0147

Fonte: Dados do autor

Esta tabela apresenta o resultado da regressão entre investimentos e crescimento nas vendas, onde **Investimento**_{*i,t+1*} é a soma dos gastos de capital, aquisição menos vendas de ativos fixos dividido pelo ativo total da empresa *i* no período *t + 1*. (Richardson 2006). Foi utilizado o capex do econômica como base para cálculo; **Crescimento nas Vendas**_{*i,t*} é a variação percentual nas vendas da empresa *i* nos períodos *t-1* para *t* e os $\varepsilon_{i,t+1}$ é o termo de erro da empresa *i* no período *t + 1* que será utilizada como variável dependente nas regressões logística de probabilidade. Estatística *t* são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

A partir do resultado da regressão apresentada na Tabela 2, as empresas foram classificadas de acordo com as magnitudes dos resíduos. Os resultados dos resíduos foram classificados em quartis, sendo que as empresas que se situaram no último quartil foram classificadas como *overinvestment* e as empresas que situaram-se no primeiro quartil foram classificadas como *underinvestment*.

A partir dos resíduos acima, foram realizadas regressões multinominais para avaliar a relação entre gerenciamento de resultados, níveis de controle e a probabilidade de empresas pertencerem ao grupo de sobreinvestimento ou subinvestimento, quando comparadas com as companhias classificadas no grupo referencia, ou seja, *benchmark*.



Tabela 3: Estatística descritiva das principais variáveis do trabalho

Estatística Descritiva das principais variáveis do trabalho					
	Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
<i>Grupo 1 - Underinvestment</i>	Gerenciamento de Resultado	701	.2421	.0000685	3.9903
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	701	.0304	0	3.9094
	DIFRS	991	.2219	0	1
	Auditoria	920	.5293	0	1
	ADRs	984	.2032	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	700	.2971	0	1
	Log do Ativo	991	12.9639	7.5989	19.7127
	Prejuízo	991	.4661	0	1
	Crescimento das Vendas	991	.4771	-9.773	50.029
	Accruals	987	-.1184	-42.71	9.6687
	Capex	987	.04915	-.7326	13.1009
	<i>Grupo 2 - Benchmark</i>	Variáveis	Observações	Média	Mínimo
Gerenciamento de Resultado		1408	.1818	.0001861	4.0373
DIFRS e Gerenciamento de Resultado		1408	.0173	0	1.01217
DIFRS		1981	.2195	0	1
Auditoria		1781	.7097	0	1
ADRs		1967	.0889	0	1
Níveis de Governança Corporativa		1344	.4315	0	1
Log do Ativo		1981	13.8315	7.6685	18.9641
Prejuízo		1981	.2948	0	1
Crescimento das Vendas		1981	5.0670	-9.998	9736.656
Accruals		1981	.4423	-23.917	1019.37
Capex		1917	.0748	-.7706	3.2969
<i>Grupo 3 Overinvestment</i>	Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
	Gerenciamento de Resultado	686	.1956	.0000325	3.9241
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	686	.0191	0	2.2519
	DIFRS	975	.2184	0	1
	Auditoria	871	.7990	0	1
	ADRs	958	.1450	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	690	.5217	0	1
	Log do Ativo	975	14.0950	7.4960	20.3342
	Prejuízo	975	.1887	0	1
	Crescimento das Vendas	975	.2959	-9.857	22.1515
	Accruals	975	-.0631	-5.9214	3.5792
	Capex	947	.1682	-.4423	4.6454
<i>Todos os Grupos</i>	Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo
	Gerenciamento de Resultado	2795	.2003	.0000325	4.0373
	DIFRS e Gerenciamento de Resultado	2795	.0210	0	3.9094
	DIFRS	3947	.2199	0	1
	Auditoria	3824	.6833	0	1
	ADRs	4185	.0867	0	1
	Níveis de Governança Corporativa	2976	.4331	0	1
	Log do Ativo	4229	13.7202	7.4960	20.3342
	Prejuízo	4229	.3064	0	1
	Crescimento das Vendas	4229	2.5896	-9.998	9736.656
	Accruals	4223	.1587	-42.7170	1019.37
	Capex	4067	.0939	-.7706	13.1009



Em que: **Grupo 1**, apresenta os dados estatísticos do grupo classificado como *underinvestment* ou seja, investimento abaixo do nível padrão; **Grupo 2**: é o grupo referência, definido como *benchmark*; **Grupo 3**, apresenta os dados estatísticos do grupo classificado como *overinvestment*, ou seja, investimento abaixo do padrão; **Gerenciamento de Resultado** são os *accruals* discricionários segundo o modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) resultante da equação nº 3; **DIFRS e Gerenciamento de Resultado**: É a interação entre gerenciamento de resultado resultante dos resíduos da regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) com a variável *dummy* IFRS; **IFRS** é uma variável *dummy* que recebe 1 para o ano superior ou igual a 2010 e 0 para o ano inferior ou igual a 2007. **Auditoria** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que são auditadas pelas big four e 0 para àquelas que não são auditadas pelas big four. **ADR**, é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que emitem *ADRs* no exterior e 0 para empresas que não emitem *ADRs* no exterior. **Governança Corporativa** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que estão nos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA, e 0 para àquelas que não estão classificadas nestes seguimentos. **Log do Ativo**, é o logaritmo do total dos Ativos de todas as empresas da amostra; **Prejuízo** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que possuem resultado negativo e 0 para àquelas que possuem resultado positivo; **Crescimento das Vendas** é a variação percentual nas vendas da empresa *i* nos períodos *t-1* para *t*; **Accruals**: São os resíduos da regressão do modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995)

A tabela 4 demonstra o resultado da regressão logística multinomial entre a qualidade da informação contábil é o desvio das expectativas de investimento.



Tabela 4: Qualidade da informação contábil e desvio da expectativa de investimento

	Grupo 1: Underinvestment versus Investimento Normal	Grupo 3: Overinvestment versus Investimento Normal
Variável Dependente	Underinvestment	Overinvestment
Gerenciamento de Resultado	1.5710*** (4.21) [4.81]	0.9974** (2.34) [2.71]
DIFRS e Gerenciamento de Resultado	-0.1281 -0.13 [1.13]	0.9235 (0.91) [2.51]
DIFRS	0.2770* (1.70) [1.31]	-0.3257** (-2.02) [1.38]
Auditoria	-0.2073 (-1.47) [1.23]	0.4445*** (2.75) [1.55]
ADRs	-1.0519*** (-2.81) [2.86]	0.3632* (1.76) [1.43]
Níveis de Governança Corporativa	-0.1915 (-1.32) [1.21]	0.2651* (1.95) [1.30]
Log do Ativo	-0.0958** (-2.34) [1.10]	-0.0182 (-0.44) [1.01]
Prejuízo	0.4002*** (3.21) [1.49]	-0.6115*** (-4.08) [1.84]
_Cons	0.4399 (0.85)	-0.8312 (-1.55)
Número de Observações	1855	1855
LR Chi2	215.42	215.42
Prob>chi2	0.000	0.0000
Pseudo R2	0.0556	0.0556



A tabela 4 apresenta os resultados da distribuição logística multinomial das variáveis *underinvestment* e *overinvestment*. A variável dependente é baseada no nível de investimento da empresa ano, ou seja, empresas classificadas como *overinvestment* ou *underinvestment* através da classificação dos resíduos resultantes da equação (4). Classificações no quartil inferior de investimento foram classificadas como baixo investimento e no quartil superior, foram classificadas como excesso de investimento comparado com as observações que foram classificadas no meio dos quartis. O grupo 1, apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar no baixo investimento, ou seja *underinvestment* e o grupo 3, apresenta os resultados do modelo para a previsão da probabilidade de uma empresa estar acima do investimento normal, ou seja *overinvestment*. O grupo 2 é o grupo referência que será o *benchmark*. **Underinvestment** é a variável dependente resultante da equação n° 4 onde empresas classificadas no extremo inferior receberam a denominação de **underinvestment**, ou seja, tiveram um sub investimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle, Hilary e Verdi(2009); **Overinvestment** é a variável dependente resultante da equação n° 4 onde empresas classificadas no extremo superior receberam a denominação de *overinvestment*, ou seja, tiveram um sobre investimento em relação aos normais de acordo com modelo proposto por Biddle, Hilary e Verdi(2009); **Gerenciamento de Resultado** são os *accruals* discricionários segundo o modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) resultante da equação n° 3; **IFRS** é uma variável *dummy* que recebe 1 para o ano superior ou igual a 2010 e 0 para o ano inferior ou igual a 2007. **Auditoria** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que são auditadas pelas big four e 0 para àquelas que não são auditadas pelas big four. **ADR**, é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que emitem ADRs no exterior e 0 para empresas que não emitem ADRs no exterior. **Governança Corporativa** é uma variável *dummy* que recebe 1 para as empresas que estão nos níveis 1, 2 e novo mercado da BOVESPA, e 0 para àquelas que não estão classificadas nestes seguimentos. **Log Ativo**, é o logaritmo do total dos Ativos de todas as empresas da amostra e **Prejuízo** é uma variável *dummy* que recebe 1 para àquelas empresas que possuem resultado negativo e 0 para àquelas que possuem resultado positivo. Estatística Z são apresentados entre parênteses abaixo dos coeficientes, o odds ratio (antilogaritmo), é apresentado entre [] e os níveis de significância à 1%;5% e 10% são representados por ***,**,* respectivamente.

Pode-se observar nos resultados apresentados na tabela 4 que há uma relação positiva entre gerenciamento de resultado e sub/sobre investimento. Os resultados corroboram os resultados apresentados por Biddle et al. (2009) em que, empresas com maiores qualidades nas informações contábeis, são menos susceptíveis a desviar-se do grau previsível de investimento. Nota-se que a probabilidade da empresa que gerencia seus resultados é maior para sub investimento do que para sobre investimento. Pelos resultados apresentados, a chance de uma empresa que gerencia seus resultados desviar-se do nível padrão de investimento e sub investir é quase cinco vezes maiores que a empresa que não gerencia seus resultados. Esses resultados são significativos (nível de confiança de 99%).

Outro fator que merece destaque é a significância entre a variável DIFRS e nível de investimento. As evidências indicam que o resultado foi significativo em função de alteração nas métricas contábeis utilizadas a partir de 2010, devido à adoção aos novos padrões de contabilidade. Destaca-se também a diferença encontrada na análise da variável auditoria. Nota-se através dos resultados apresentados na tabela 4 que a relação para *underinvestment* é diferente quando analisado para *overinvestment*. A relação não é estatisticamente relevante para *underinvestment*, mas para *overinvestment* é estatisticamente relevante à um nível de 1% apresentando também uma relação positiva. Esses resultados corroboram também os apresentados por Biddle, Hilary e Verdi (2009) apresentando as mesmas características.

Os resultados demonstram que a relação entre a variável auditoria com *overinvestment*, é positiva, ou seja, caso a empresa seja auditada pelas “Big Four”, elas têm uma probabilidade maior de desviar-se do nível previsível de investimento e investir em excesso, em relação às empresas que não são auditadas pelas maiores empresas de auditoria. Isso poderia ser explicado talvez pela função de confiabilidade, ou até mesmo pelo problema de agência, e os gestores investem acima da necessidade atual.

Para as empresas que emitem ações no mercado norte americano, podemos verificar que o resultado foi estatisticamente significativo com o nível de investimento. Observa-se que,



tanto para *underinvestment* quanto para *overinvestment*, o resultado foi significativo, mas com relações inversas. Empresas que emitem ADRs têm uma probabilidade menor de se desviar do nível previsível de investimento e investir abaixo do esperado daquelas empresas que não emitem ADRs. Essa relação já é diferente para *overinvestment*. Nota-se uma relação positiva com *overinvestment*, ou seja, a probabilidade da empresa que emite ADRs investir em excesso é quase duas vezes maior que empresas que não emitem ADRs. Essa diferença também pode ser explicada pelos objetivos individuais dessas empresas, ou seja, decisões de investimento acima da normalidade, em função da captação de recursos. Esses resultados também corroboram com os resultados apresentados Biddle et al. (2009).

Os resultados também demonstraram que a relação entre os níveis de governança corporativa e *overinvestment* é estatisticamente significativa, possuindo uma relação positiva. Isso demonstra também que, empresas classificadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado, tem uma probabilidade maior de investir em excesso do que às empresas que não pertencem à esses níveis diferenciados da BM&FBOVESPA. Assim como as demais variáveis já mencionadas, a relação é positiva, levando a concluir que as empresas com maiores práticas de controle, tendem a investir “em excesso”.

A relação entre o tamanho da empresa e nível de investimento é estatisticamente relevante para *underinvestment*. O resultado demonstra uma relação negativa entre o tamanho da empresa e o nível de investimento. Pode-se concluir que, quanto maior a empresa, menor a probabilidade dela se desviar do nível de investimento e investir abaixo do nível esperado. Os resultados também demonstram que a relação entre *overinvestment*, e prejuízo é negativa, ou seja, não há probabilidade de empresas que apresentam prejuízo, investirem acima do nível considerado ótimo.

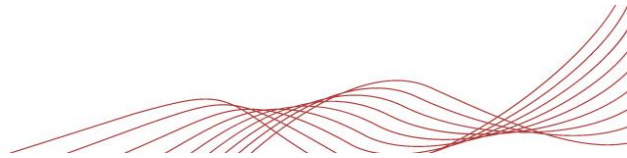
Por fim, os resultados apresentados corroboram com Biddle et al. (2009) onde o autor cita que, uma maior qualidade nos relatórios financeiros melhora a eficiência dos investimentos. Isso pode ser observado pelos resultados apresentados, pois se observa que uma prática de gerenciamento de resultado, aumenta a probabilidade de a empresa ser classificada como *underinvestment* ou *overinvestment*. Os resultados também corroboram os trabalhos anteriores (Healy & Palepu, 2001, Bushman & Smigh, 2001; Labert et al., 2000) que relatam que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros levam à implicações econômicas relevantes nas empresas, tal como a eficiência nos investimentos.

5 CONCLUSÃO

Trabalhos anteriores relatam que o aumento na eficiência dos investimentos pode ser influenciado por uma maior qualidade na informação contábil. A fim de estender esta pesquisa, e verificar a relação entre o nível de investimento e gerenciamento de resultado no mercado brasileiro, verificou-se a probabilidade de empresas que praticam gerenciamento de resultado, desviar-se do nível previsível de investimento, classificado como *benchmark*.

A análise dos dados demonstrou evidências empíricas que, gerenciamento de resultado está relacionado positivamente com nível de investimento e este pode interferir na probabilidade da empresa se enquadrar como sub ou sobre investimento. Portanto, com base nos resultados encontrados, confirma-se que, **“quanto maior o nível de gerenciamento de resultados maior é a probabilidade da companhia em desviar-se do nível ideal de investimento”**.

De maneira geral, as evidências indicam que a qualidade da informação contábil, medida por meio do nível de gerenciamento de resultados, está relacionada ao nível de eficiência de investimentos realizados por companhias abertas brasileiras. Os resultados demonstram que as empresas que praticam gerenciamento de resultado, poderão ter implicações econômicas relevantes, uma vez que, o gerenciamento de resultado afeta o nível



de investimento das empresas e elas tendem a investir fora do padrão que seria o nível ideal de investimento.

As implicações econômicas poderiam ser tanto um investimento acima do que seria ideal, ou seja, empresas investem capital em excesso e não há crescimento nas vendas, ou um investimento abaixo do que seria ideal, neste caso, as empresas perdem oportunidade de retorno em projetos que teriam valor presente líquido (VPL) positivo. Assim, os resultados foram consistentes com a ideia de que qualidade da informação contábil tem um papel relevante para os gestores a fim de analisar a eficiência dos investimentos.

Os achados deste trabalho podem servir para subsidiar pesquisas futuras em relação ao tema. Pode-se tentar buscar as causas e efeitos da alteração na relação probabilística entre nível de investimento e variáveis de controle.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ahmed, K; Curtis, J.K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. *British Accounting Review*, V. 31. P. 35-61.
- Alencar, R. C. (2005). Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. *BBR. Brazilian Business Review*, Vitória, v. 2, n. 1, p. 1-12.
- Archambault, J.J.; Archambault, M.E. (2003.) A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting*, V. 38, P. 17-194.
- Antunes, G. A.; Mendonça, M. M. (2008). Impacto da adesão aos níveis de governança da Bovespa na qualidade de informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2., 2008, Salvador. *Anais...* Salvador: Anpcont, 1 CD-ROM.
- Bakk, R.; Kothari, S. P.; Robin, A. (2000). The effect of institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*. V. 29, n.1, p.1-51.
- Barth, M.; Landsman, W. R.; Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*. V.46, n.3, p.467-498.
- Bushman, R. ; Smith, A. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting Economics* n.31.p. 237-333.
- Biddle, G. C.; Hilary, G.; Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* n. 48 p.112-131.
- Brasil. (2007). Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 28 dezembro de 2007.
- Brasil. (2009). Lei nº 11.941/09 de 27 de Maio de 2009. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 de maio de 2009.
- Chiang, H; Chia, F. (2005). Analysts Financial Forecast Accuracy and corporate transparency. *Proceedings of the Academy of Accounting and Financial Studies*, Memphis, n.10 p.9-14.
- Cohen, J. (2004). Corporate governance mosaic and financial reporting. *Journal of Accounting Literature*. V. 23. P. 87-152.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2014). Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Disponível em : <http://www.cpc.org.br/cpc/documentos-emitidos/pronunciamentos/pronunciamento?id=80> Acesso em 18 de Novembro de 2014.



- Comissão de Valores Mobiliários. (2015). Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa – Cartilha . Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=cartilha>. Acesso em 10 de Janeiro de 2015.
- Cooke, T.E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, V. 19. P. 113-124.
- Dalmácio, F. Z.; Lopes, A. B.; Rezende, A.J.; Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*.v.14 n.5.p.104-139.
- Dechow, P. M.; Dichev, I. D. (2002) The quality of *accruals* and earnings: the role of accounting *accruals* estimation errors. *The Accounting Review*. V. 77. p. 35-59.
- Dechow, P. M.; Schrand, C. M. (2004). *Earnings Quality*. Charlottesville (Virginia): CFA Institute.
- Dechow, P. M.; Sloan, R. G; Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, v.70.n.2.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals. *Jornal of Accounting and Economics*.V.18 p. 3-42.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3), 344-401.
- Ferreira, M; Matos, P. (2008). The Colors of Investors money: the role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* v.88, p.499-533.
- Healy, P.M.; Whahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management Literatura and Its Implication for Standard setting. *Accounting Horizons*. Sarasota. V. 13. n. 4. P. 365-383.
- Healy, P.; Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital Markets: A reviw of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* v.31.p.405-440.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em www.ibgc.org.br. Acesso em 15 de Janeiro de 2015.
- Jensen, M. (1986) Agency costs of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* v.76. p. 323-329.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigation. *Journal of Accounting Research* v. 29. n.2.p.193-228.
- Lambert, R.; Leuz, C.; Verrechia, R. (2005). Accounting Information, disclosure, and the cost of capital, working paper, University of Pennsylvania.
- Leuz, C.; Verrechia, R. (2000). The Economic consequences of increased disclosure . *Journal of Accounting Research*.
- Leuz, C.; Wysocki, P. (2008). Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research . Disponível em : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1105398. Acesso em agosto de 2015.
- Lima, J. B. N. (2010). A Relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil. Tese de Doutorado. USP.
- Lopes, A. B. (2002). A informação Contábil e o mercado de capitais.São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Lopes, A. B.; Martins, E. (2005). Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B.; Tukamoto, Y. S. (2007). 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*. v.42 n.1.p.86-96.



- Martinez, A. L. (2008). Detectando Earnings Management no Brasil: Estimando os *Accruals* Discricionários. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP – São Paulo*, v. 19 n. 46. p. 7-17.
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis pela – USP – São Paulo.
- McNichols, M. (2002). Discussion of the quality of *accruals* and earnings: the role of accruals estimation errors. *The Accounting Review* v.77. p. 61-69.
- Paulo, E. (2007). Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis. USP.
- Paulo, E.; Martins, E. (2007). Análise da Qualidade das Informações Contábeis nas Companhias Abertas. XXXI Encontro da Anpad. Rio de Janeiro.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade)– Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- Shleifer, A; Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v.52, p. 737-783.
- Silva, R. L. M. (2014). Adoção Completa das IFRS no Brasil: Qualidade das Demonstrações Contábeis e o Custo de Capital Próprio. Tese de Doutorado da USP.
- Singhvi, S. S.; Desai, H. B. (1971). An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, V. 46. P. 120-138.
- Verdi, R. (2006). *Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*, University of Pennsylvania.
- Zang, A.Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accruals-based earning management. *The Accounting Review*. V.87.n.2.
- Walker, M. (2010). Accounting for Varieties of Capitalism: The case against a single set of global accounting standards. *The British Accounting Review*. v. 42. n.3.p.137-152.